

الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي
المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة
من ٢٣ - ٢٧ شوال ١٤٣١هـ - يوافقه ٢ - ٦ أكتوبر ٢٠١٠م

التلاعب في الأسواق المالية
صوره وآثاره

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ مشارك. قسم الاقتصاد. كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

أبيض

التلاعب في الأسواق المالية
صوره وآثاره

الملخص

تهدف الورقة إلى تجلية مفهوم التلاعب في الأسواق المالية، وأصنافها، وعلاقتها بالمضاربة، وتقويم منافع المضاربة والتلاعب ومفاسدهما. وحسب التصنيف الذي تبنته الورقة، يعد التلاعب من صور المضاربة الضارة بعدالة السوق المالية ونزاهتها، ودورها في مساندة الاقتصاد الحقيقي؛ فالتلاعب قد يسهم في الأجل القصير بتوفير السيولة للسوق، ولكن على حساب كفاءته؛ لأنه يؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، وحدوث تقلبات كبيرة وغير مبررة في الأسعار. أما في الأجل الطويل، فيؤدي استشراء التلاعب في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عنه، ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

في ضوء ذلك، تقدم الورقة توصيات للحد من التلاعب وغيره من أنواع المضاربة الضارة منها: أن تكون أنظمة السوق المالية ولوائحها شاملة لكل حالات التلاعب الممكنة، وتشجيع المضاربة النافعة التي يقوم بها المطلعون، وإيجاد قسم خاص في السوق المالية لتداول الشركات المعرضة للتلاعب اعتماداً على قواعد تداول مختلفة، وقيام جميع الأطراف ذوي العلاقة في صناعة تداول الأوراق المالية ببناء أنظمة رقابة داخلية قوية كفيلة باكتشاف حالات التلاعب، ومكافحتها في مهدها.

أبيض

التلاعب في الأسواق المالية
صوره وآثاره

١ – مقدمة

ينصرف مفهوم التلاعب في الأسواق المالية إجمالاً إلى: التصرفات التي يقوم بها متداول، أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية، وقيمتها، بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق. وقد وُجد التلاعب في الأسواق المالية منذ نشأتها؛ إذ عادة ما يشير الباحثون في هذا المجال إلى التلاعب الذي كان يحدث في سوق أمستردام المالية[1]. ومن أشهر حالات التلاعب التي أدت إلى سن نظم ومؤسسات قائمة إلى اليوم هي تواطؤ مجموعات من المتداولين (بنوك استثمارية، وصانعي أسواق وكبار مسئولي الشركات) على رفع أسعار الأسهم في سوق نيويورك فيما أصبح يعرف بتواطؤ الأسهم (stock pool)، والذي ترتب عليه سن قانون الأوراق المالية في عام ١٩٣٣م، ثم قانون الأسواق المالية وإنشاء هيئة السوق والأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٣٤م (Allen and Gale, 1992).

تهدف هذه الورقة إلى التعريف بمفهوم التلاعب والمضاربة في الأسواق المالية، وتحليل آثارهما الاقتصادية على نزاهة السوق المالية وكفاءتها، وتقديم توصيات للحد من التلاعب وغيره من أنواع المضاربة الضارة. تبدأ الورقة في القسم الثاني ببيان بعض المفاهيم الأساسية ذات الصلة بالتلاعب والمضاربة، ثم تعرض في القسم الثالث مثالاً توضيحياً لواحدة من أشهر صور التلاعب. وتستعرض الورقة في القسم الرابع خلاصة الأبحاث النظرية التي درست آثار

---

[1] أسست السوق في عام ١٦٠٢م، وفيها تم التداول المستمر لأول مرة بأسهم وسندات شركة شرق الهند الهولندية. وحول بعض صور التلاعب في هذه السوق، انظر (Leinweber and Madhavan, 2001).

التلاعب على الأسواق المالية، وأهم نتائج الدراسات التطبيقية لحالات وقضايا التلاعب في عدد من الدول. ويقوّم القسم الخامس منافع التلاعب ومفاسده مقارنة بالمضاربة، في حين يقترح القسم السادس ضابطاً لمعرفة التلاعب، وتختم الورقة بتقديم عددٍ من التوصيات للحد من التلاعب والمضاربة الضارة وزيادة ثقة المتداولين بنزاهة السوق المالية وعدالتها.

٢- مفاهيم أساسية:

حيث إن مفهوم التلاعب المبين أعلاه مرتبطٌ بمفهوم القيمة والسعر، ويتداخل مع التصرفات التي يقوم بها متداولون آخرون في السوق، فسيعرض هذا القسم لمفهوم القيمة والسعر كمدخل لفهم التلاعب، ثم يبين أصناف المتداولين في الأسواق المالية، لمعرفة الفرق بين المتلاعبين وغيرهم من المتداولين، خاصة المضاربين.

٢-١ القيمة والسعر:

المقصود بالسعر (أو الثمن) السعر المعلن للصفقة في السوق المالي، أما القيمة فهي ثمن المثل أو الثمن العادل الذي يعكس القيمة الحقيقية للسهم. واقتصادياً تختلف القيمة عن الثمن في أن القيمة تساوي القيمة الحالية للأرباح الصافية المتوقعة من السهم في المستقبل، أما الثمن فيعكس متوسط تقدير المتعاملين للقيمة وقت الصفقة أو خلال فترة تداول محددة. وبالتالي يمكن في الأحوال العادية الاسترشاد بأسعار الصفقات خلال فترة ماضية في تقدير القيمة السائدة في تلك الفترة (Harris (2003) p. 225).

ومن الناحية الإحصائية يفترق الثمن عن القيمة في أن الثمن متغير مشاهد للبائع والمشتري عند حدوث الصفقة، في حين أن القيمة متغير غير معروف على وجه التحديد لطرفي المبادلة عند حدوث الصفقة، مع إمكان تقدير القيمة إحصائياً بحساب قيمة متوقعة لها استناداً إلى جميع المعلومات المتوافرة عن السهم.

وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم الغبن عند الفقهاء ينصرف إلى الفرق بين الثمن والقيمة، أو بتعبير الفقهاء النقص في أحد العوضين ـ الثمن أو المبيع – بأن يكـون أحدهما أقل من العوض الآخر عند التعاقد، وذلك بأن يكون الثمن أقل أو أكثـر من قيمة المبيع (حماد، ١٤١٤هـ، ص ٢١٠). والمقصود بالقيمة: ما يـساويه المبيـع في تقويم المقوّمين (أهل الخبرة)، أمّا الثمن فهو كلّ ما يـتراضى عليـه المتعاقـدان؛ أي الثمن المسمّى في العقد (الموسوعة، ١٤١٤هـ، ١٥/ ٢٥). وقد قـسم الفقهـاء الغبن إلى يسير وفاحش. وللفقهاء في تحديـد كـل مـن الغـبن الفـاحش واليـسير أقوال. فمنهم من عد الغبن يسيراً إذا كان يدخل تحت تقويم المقومين – أي تقدير المقدرين للقيمة –، وما لا يدخل تحت تقويم المقـومين، فهـو الفـاحش. وذهـب الجمهور إلى أن المرجع في الغبن هو العرف والعادة. وقد لا يرى بـين هـذا الـرأي وسابقه فرق في التطبيق؛ إذ أن ما لا يتغابن به النـاس لا يـصل إليـه عـادة تقـويم المقومين ولا يتناوله (الخفيف، ١٩٨٠، ص ٥). وبغض النظر عـن الحـد الفـارق بين الغبن اليسير والفاحش، فإن هناك حدين أعلى وأدنى، إذا كـان الـثمن بيـنهما فهو يسير، وإذا كان خارجهما فهو فاحش[١].

٢-٢ أصناف المتداولين في الأسواق المالية[٢]:

يمكــن تقسيم المتـداولين في الأسـواق الماليـة إلى أصناف عـدة، باسـتخدام معايير مختلفة. وسيتم فيما يلي تقسيم المتـداولين في هـذه الأسـواق حـسب معيـار الهدف من التداول؛ تمهيداً لتحديد ما يدخل منهم تحت وصف المتلاعبين حـسب التعريف أعلاه، وللتفريق بينهم وبقية المتداولين، خاصة المضاربين، مع الأخذ في الاعتبار أن هذا التقسيم أمر اصطلاحي قد لا يتفـق عليـه جميـع المختـصين، وأن بعض المتداولين قد يتداول لأكثـر مـن هـدف؛ مـا يـصعب عملياً التفريـق بـين المضارب وغيره.

[١] للمزيد حول التحليل الاقتصادي للغبن اليسير والفاحش انظر السحيباني (١٤٢٥هـ).
[٢] العرض في هذه الفقرة والفقرة الآتية (٢- ٣) مستقى بشكل رئيس من السحيباني (١٤٢٨، أ).

وبحسب المعيار أعلاه، ومتابعة للتصنيف الذي قدمه (Harris, 2003)، سيتم تقسيم المتداولين في الأسواق المالية حسب هدفهم من التداول، إلى ثلاثة أصناف:

الصنف الأول: المتداول لمنفعة Utilitarian Trader ؛ ويشمل المتداول الذي غرضه الأساسي الحصول على بعض المنافع الخاصة بالإضافة إلى الربح. وينشأ تداول هذا الصنف لأسباب خارجية لا علاقة لها بدقائق ما يحدث في الأسواق المالية. ويهم المتداول لمنفعة أن تتم تداولاته بسرعة وأقل تكلفة ممكنة، ما يجعلهم يفضلون السوق التي تتسم بسيولة عالية، ولهذا يسمون أحياناً **بمتداولي السيولة**. ويدخل تحت هذا الصنف الأنواع الآتية من المتداولين:

١ - **المستثمر** Investor: وغرضه الأساسي استثمار مدخراته في شراء الأوراق المالية، للإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية في المستقبل، أو بيع استثماراته السابقة في الأوراق المالية لغرض الإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية الحاضرة. ويفضل هؤلاء عادة التداول بشكل غير مباشر في السوق من خلال صناديق الاستثمار.

٢- **المتحوط** Hedger: وغرضه الأساسي تبادل المخاطر التي يواجهها في نشاطه الاقتصادي باستخدام المشتقات المالية، مثل العقود الآجلة، والمستقبليات، والخيارات.

٣- **المقامر** Gambler: وغرضه من التداول المتعة والإثارة التي تصاحب مراهنته على الأحداث المستقبلية. والمقامر وإن كان يأمل في الربح، إلا أنه لا يعتمد على أية أسباب لتحقيقه. ولا يمثل المتداولون لغرض المقامرة المحضة إلا نسبة قليلة جداً؛ لأن الغالب أنهم يخلطون المقامرة بإستراتيجية تداول أخرى كالاستثمار أو التحوط أو المضاربة. ونظراً لصعوبة التفريق بين المخاطرة المحسوبة والمقامرة، فإن معظم المقامرين لا يدركون في الواقع أنهم كذلك، بل يعتقدون أنهم يتبعون استراتيجيات تنسجم مع أهدافهم الاستثمارية. ويتميز

المقامر بكثافة تداوله خاصة في المشتقات المالية، وعدم قدرته على التعبير بشكل واضح عن استراتيجية تداوله.

٤- **الهاوي** Fledgling: وهو من يتداول ليتعلم كيف يتداول، فإن أتقن التداول باستخدام استراتيجية أو أكثر، انتقل إلى فئة المتداولين للربح (الصنف الثاني)، وإن فشل ترك السوق، ومن يستمر منهم مع فشله يصبح من فئة المتداولين المسترسلين (الصنف الثالث). وتقدر نسبة من ينجح في التحول من الهواية إلى الاحتراف بنحو (٥٪) (Harris, 2003: 191).

٥- **المتداول لمنفعة غيره** Cross-subsidizer: وهو من يتداول لغرض نقل الثروة لطرف آخر، مثل مدير صندوق الاستثمار الذي يتداول لزيادة دخل سمسار معين من العمولات مكافأة له على تقديم خدمات معينة، بدلاً من قيام المتداول بشراء هذه الخدمات مباشرة من السمسار وتحميل تكلفتها على الصندوق.

٦- **متجنب الضرائب** Tax-avoider: ويشمل المتداولين لغرض تقليل الضرائب التي يدفعونها للحكومة؛ من خلال استغلال بعض الثغرات في النظام الضريبي.

الصنف الثاني: **المتداول للربح** Profit-motivated trader ؛ ويشمل من يتداول في السوق لمجرد أنه يتوقع تحقيق أرباح. ولا يتداول هذا الصنف إلا إذا كانت لديهم أسباب مقنعة بأنهم سيربحون من وراء ذلك، ولذلك نجدهم يحققون أرباحاً في المتوسط. ويدخل تحت هذا الصنف نوعان رئيسان من المتداولين، هما:

١- **المضارب** Speculator: وغرضه الأساسي تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعونها ويحللونها، أو في بعض الأحيان يصنعونها. ويدخل المتلاعبون حسب هذا التصنيف تحت المضاربين. ولأهمية هذا النوع من المتداولين للبحث، فسيتم استعراض أصنافهم بالتفصيل في القسم (٢-٣).

٢- **التاجر** Dealer: وغرضه الأساسي الربح من توفير السيولة للآخرين، وأشهر تجار الأوراق المالية صانعي الأسواق، الذين يقومون عادة بإمداد السوق بشكل مستمر بعروض وطلبات تتيح لبقية المتداولين التنفيذ مقابلها. ومصدر ربح تجار الأوراق المالية هو الفروق بين أفضل العروض والطلبات؛ ولهذا يركز التجار على تحقيق أفضل توازن بين العرض والطلب في السوق.

الصنف الثالث: المتداول المسترسل Futile trader[1]؛ وهو المتداول الذي يظن أنه متداول للربح، وهو بخلاف ذلك؛ لأن توقعاته حول الأسعار المستقبلية غير رشيدة، ما يتسبب في اتخاذه قرارات خاطئة حول توقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه، ولذا يخسر المتداول المسترسل في المتوسط. ويرجع خطأ توقعات هذا الصنف من المتداولين؛ إما إلى فشلهم في الوصول إلى المعلومات الضرورية لتحقيق الربح، أو نقص مهاراتهم وضعف قدرتهم على تحليل المعلومات، أو اعتمادهم في تداولاتهم على سماسرة أو مستشارين أو مديري صناديق لا يتصرفون لمصلحتهم. وعادة ما يربح هذا الصنف من التداول من بعض المتداولين، ولكن يخسرون من متداولين آخرين أكثر مهارة وأفضل معلومات.

٢-٣ المضاربة والتلاعب

تبين من تصنيف المتداولين أعلاه أن الغرض الأساسي للمضارب هو تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها ويحللها، أو في بعض الأحيان يصنعها. ونستعرض فيما يلي صنفين رئيسين للمضاربين، وأنواع المتداولين الذين يدخلون تحتهما، بما فيهم المتلاعبين.

الصنف الأول: المضارب المطلع informed ؛ وهو المضارب الذي يتداول بناء على ما لديه من معلومات عن قيمة الورقة المالية، ويشمل:

[1] عرف الفقهاء المسترسل بأنه الجاهل بقيمة السلعة، ولا يحسن المبايعة، ومن يطمئن إلى من يتعاقد معه، ويثق به (حماد، ١٤١٤: ٢٤٧). وقد اخترت تسمية هذا الصنف من المتداولين بذلك لقربه من مفهوم المصطلح الفقهي.

١ – **متداول القيمة** value trader، وهو المضارب الذين يقوم بتقدير قيمة الورقة المالية من خلال جمع وتحليل كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية ذات العلاقة. وتشير كثير من المراجع إلى هذا النوع من المضاربين بمسمى المحللين الأساسيين (Sharpe et al, 1997).

٢ – **متداول الأخبار** news trader، وهو المضارب الذي يبادر بالتداول بعد الأخبار الجديدة. وعلى خلاف متداول القيمة، يركز متابع الأخبار على تقدير **التغير في القيمة**، وليس القيمة نفسها. والأخبار الجديدة قد تكون عامة أو خاصة، ولهذا يدخل ضمن هذا الصنف من يتداول بناء على معلومات داخلية inside information.

٣ – **المحلل الفني للمعلومات** information-oriented technical trader، وهو الذي يبني تداولاته على أنماط التداول الدالة على انحراف السعر عن القيمة، اعتماداً على تحليل الخصائص الإحصائية للأسعار التاريخية ومقارنتها بمعلومات التداول الأخرى مثل الكميات، والمراكز المالية، والسيولة النقدية وغيرها.

٤ – **الموازن** arbitrageur، وهو المضارب الذي يبني تداولاته على مقارنة أسعار الأوراق المالية في أسواق مختلفة، في حال إدراجها في أكثر من سوق، أو مقارنة أسعار الأوراق المالية بعدد من العوامل الأساسية المؤثرة على الورقة المالية، وأسعار الأوراق المالية المماثلة.

الصنف الثاني: **المضارب المتطفل** parasitic ؛ ويدخل تحته نوعان:

١ – **متوقع الأوامر** Order anticipator: وهو المضارب الذي يقلد استراتيجيات التداول التي ينفذها متداولون آخرون، ويشمل:

- **المستبق** front-runner، وهو المضارب الذي يبادر بالتداول ليسبق التداولات التي علم أن متداولون آخرون قرروا تنفيذها.

- **المحلل الفني للنفسيات** sentiment-oriented technical trader، وهو الذي يبني تداولاته على الأوامر المتوقع إرسالها إلى السوق اعتماداً على نماذج متنوعة للتنبؤ بحركة الأسعار واتجاهات التداول؛ مثل الرسوم البيانية للأسعار، وتحليل المؤشرات الفنية.
- **المبتز** squeezer: وهو المضارب الذي يتصرف بعد معرفة التداولات التي اضطر متداولين آخرين للقيام بها. وقد يكون للمبتز دور في هذا الاضطرار من خلال احتكار السوق في أحد جانبيه، بحيث يضطر كل من يريد إغلاق مركزه المالي أن يتداول معه، وبالأسعار التي يحددها.

١- **المضارب المتلاعب** manipulator ؛ وهو المضارب المغرِّر bluffer الذي يولّد معلومات غير صحيحة، تفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناء عليها لمصلحته. ويفترق المضارب المغرر عن غيره من المضاربين في أنه يصنع المعلومات التي يستخدمها في استراتيجيته، في حين أن المضاربين الآخرين يتداولن بناء على معلومات عامة أو خاصة استأثروا بها على غيرهم. ولتركيز الورقة على هذا النوع من المتداولين فسيتم استعراض أنواع التلاعب وصوره بالتفصيل في الفقرة الآتية (٢-٣).

٢-٣ أنواع التلاعب وصوره:

حيث إن مفهوم التلاعب الموضح أعلاه مرتبطٌ بمفهوم القيمة والسعر، فيمكن تصنيف المتلاعبين حسب تأثيرهم في السعر أو القيمة، إلى ثلاثة أنواع (Allen and Gale, 1992):

١- **التلاعب المؤثر في القيمة**: ويحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة السهم، وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة. ومن حالات التلاعب التي تذكر عادة تحت هذا النوع التلاعب بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو

دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات تعثرت، وتم العدول عن العرض.

٢- **التلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة:** ويحدث عندما يقوم المتلاعب باستخدام التغرير القولي من خلال نشر الإشاعات أو التصريح بمعلومات خاطئة، أو نشر معلومات مضلله، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن تفسيرها بشكل خاطئ، وتؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين حول القيمة. ويدخل في ذلك نشر الشركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي، وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات إيجابية لأسهم يملكونها. ويلحظ أن تطور تقنيات المعلومات والاتصالات وخاصة الإنترنت والهاتف المحمول سهل من عملية نشر المعلومات المضللة حول قيم الأسهم سواء من خلال المنتديات، أو البريد الإلكتروني، أو رسائل الجوال.

٣- **التلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة:** ويحدث عندما يقوم المتلاعب بتنفيذ تداولات تحدث آثاراً مباشرة على الأسعار والكميات المتداولة في السوق، بما يؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين في السوق حول قيمة الورقة المالية محل التداول. وهي أكثر أنواع التلاعب شيوعاً. وقد يكون التداول الذي يتم في هذه الوسيلة حقيقياً استناداً للقوة المالية للمتلاعب، أو صورياً من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق.

ويوجد عدد كبير من صور التلاعب التي يمكن أن تدخل تحت الأنواع الثلاثة المشار إليها أعلاه. ويلحظ المتتبع للكتابات في هذا المجال أن الصورة الواحدة قد تسمى بمسميات مختلفة، ترتبط في الغالب باللغة المحلية للدولة التي

فيها السوق. ومن أشهر هذه الصور:

- السيطرة على سوق السهم من خلال شراء كمية كبيرة من الأسهم المتداولة، مـا يجعل المتلاعـب، سـواء كـان متـداولاً عاديـاً، أو صـانع سـوق، يتمتـع بقـوة احتكارية نسبية تجعل من السهل عليه التحكم بسعر السهم صـعوداً أو هبوطـاً حسب الهدف من التلاعب. ويقع هذا عادة في الشركات الصغيرة، التي يمكن بسهولة تجميع نسبة كبيرة من أسهمها.
- تواطؤ السماسرة أو صناع السوق على التحكم بالعروض والطلبـات ومـن ثـم الأسعار عند مستويات لا تعكس قوى العرض والطلب الفعلية في السوق.
- التوصيات من خلال مواقع الإنترنت ورسائل الجوال تحـت مـسميات مختلفـة مثل: سهم الشهر، أو الأسبوع، أو اليوم. وقد يصاحب هذه الصورة تعاملات مصطنعة ترفع من السعر وتجذب آخرين للشراء.
- استخدام الطلبات والعروض مـصحوبة بـبعض الـصفقات لإيهـام الآخـرين بارتفاع أو انخفاض السعر. وهذه الصورة لا تعتمد على الأوامر الـسوقية، بـل الأوامر المقيدة. ولهذا تختلط بالتداول المشروع للتـاجر الـذي يهـدف إلى القيـام بدور صانع سوق من خلال توفير العروض والطلبات لبقية المتداولين.
- قيام المستشار المالي ببث معلومات غير صحيحة، أو التضخيم من أثر معلومات صحيحة أو إصدار توصيات لعدد هائل من المستثمرين لرفع السعر ثم البيع أو تخفيض السعر ثم الشراء.
- صفقات شراء متتابعة بكميات صغيرة ترفع السعر، يعقبها بيع كمية كبـيرة، أو العكس، صفقات بيع متتابعة بكميات صغيرة تخفض السعر، يعقبها شراء كمية كبيرة.
- قيام مصدر السهم، أو مستشاره الاستثماري بنشر تقارير متحيزة أو معلومـات مضلله عن حقيقة أداء الشركة ومستقبلها؛ بهدف الـترويج للإصـدارات التـي يقومون بتسويقها على جمهور المستثمرين.

- التحكم بسعر الإغلاق، من خلال إرسال أوامر سوقية بكميات كبيرة تؤدي إلى زيادة كبيرة في السعر قبيل الإغلاق، لإعطاء انطباع خاطئ بأن هناك اهتماماً بهذا السهم، أو لتحقيق استراتيجية التلاعب بوقت أقصر، أو لأغراض خاصة بتسجيل قيمة الشركة في التقارير المالية للشركة نفسها، أو قيمة الصناديق الاستثمارية التي تملك نسبة كبيرة منها أو قيم المحافظ الممولة بالهامش لمنع قيام الممول بتسييلها. وقد يكون هدف التلاعب مجرد تثبيت سعر السهم في مدى محدد للغرض نفسه.
- التواطؤ لزيادة حجم الكميات المتداولة الوهمية بين عدد من المتداولين، لاستدراج متداولين آخرين.
- شراء كميات كبيرة من الأسهم لإجبار الذين لديهم بيوع مسبقة، على الشراء لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار مرتفعة. أو العكس بيع كميات كبيرة من الأسهم لإجبار الذين لديهم تسهيلات بالهامش، على البيع لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار متدنية.
- تعاون المتلاعب مع بعض الإعلاميين والمحللين الماليين لكتابة أخبار جيدة عن السهم على أن يكون له جزء من الربح.

وتوضح الأشكال (١) و(٢) و(٣) في الملحق (أ) أصناف المتداولين والمضاربين والمتلاعبين.

٢-٤ ملاحظات على تصنيف المتداولين والمضاربين والمتلاعبين:

- المتداول للربح في الغالب متداول مطلع informed، يستطيع التوصل لرأي موثوق حول قيمة الورقة المالية، من خلال تحليل جميع البيانات ذات العلاقة سواء المتاحة على نطاق واسع أو ضيق، وبناء على ذلك يضارب في هذه الورقة باتخاذ قرار ببيعها أو شرائها أملاً بأن يصدق توقعه حول قيمتها، مع الأخذ في الاعتبار أن القيمة مجهولة، ورأيه لا يعدو أن يكون تقديره الخاص لها، والذي

قد يختلف كثيراً أو قليلاً عن تقدير غيره من المتداولين. أما المتداولين لمنفعة والمسترسلين ففي الغالب أنهم متداولين غير مطلعين uninformed، إما لأنهم لايستطيعون، أو لا يرغبون الوصول إلى رأي موثوق حول قيمة الورقة المالية عند اتخاذ قرار التداول.

- المسترسلون يخسرون في المتوسط لصالح المتداولين للربح. وعليه فالفارق الرئيس بين المضارب والمسترسل أن الأول يربح في حين أن الثاني يخسر في المتوسط. ويتطلب تقدير نسبة المضاربين إلى المسترسلين في السوق المالية بناء على هذا المعيار توافر معلومات مفصلة عن التداولات في السوق من واقع محافظ عينة ممثلة للمتداولين.
- ليس هناك اتفاق على تعريف المضاربة، كما أن تصنيف استراتيجيات التداول والمتداولين، وتحديد ما يدخل منها تحت مفهوم المضاربة أمر اصطلاحي. كما تختلط المضاربة بأهداف أخرى للمتداول، ما يزيد من صعوبة التمييز بين المضارب وغيره في الواقع العملي. ولهذا ينبغي عدم مقارنة أصناف المضاربة أعلاه بالمفاهيم المتداولة للمضاربة في وسائل الإعلام أو لدى جمهور المتداولين، والنظر بشكل مستقل لهذا التصنيف في ضوء أغراض المتداولين واستراتيجياتهم التي تم استعراضها.
- علاوة على ذلك، لا يتوافق تصنيف المتداولين لأنفسهم غالباً مع تصنيف المتداولين والمضاربين أعلاه؛ فقد يصنف المتداول نفسه بأنه مضارب لأنه يتبع إحدى الاستراتيجيات التي يستخدمها المضاربون أعلاه، ولكنه يعد مسترسلاً حسب التصنيف المختار؛ لأنه يخسر في المتوسط.
- الفرق بين المحلل الفني للمعلومات والمحلل الفني للنفسيات دقيق، ولذا يصعب التمييز بينهم عملياً. ومن الفروق بينهما أن المحلل الفني للمعلومات متداول مطلع informed يسترشد دائماً بقيم الأوراق المالية، أو على الأقل لا

يغامر بالتداول إلا إذا كان يعتقد بوجـود دور فاعـل لمتـداولي القيمـة في عـدم انحراف أسعار الأوراق المالية بشكل كبير عن قيمها، في المقابـل يركـز المحلـل الفني للنفسيات على توقع تيـار الأوامـر، ويتـصرف بنـاء عـلى ذلـك دون أي استرشاد بالقيم الأساسية للأوراق المالية. ولصعوبة التفريق بين هذين النوعين من المتداولين نجد أكثر المراجع المتخصصة تـضمهم تحـت مـسمى واحـد هـو المحللين الفنيـين، أو تقـسمهم باعتبـارات أخـرى (فهـد الحـويماني، ١٤٢٧ : ٢٢٧).

- قد يتلاشى الفرق بين المحلل الفني للمعلومـات والنفـسيات عنـدما يـضعف دور فئة متداولي القيمـة، ويـصبح أغلـب المتـداولين في الـسوق مـن المحللـين الفنيين للنفسيات. (فهد الحويماني، ١٤٢٧هـ : ١٣٧).
- مع أن صور التلاعب والتداول بناء على المعلومات الداخلية ممنوعـة في أغلـب أنظمة الأسواق المالية، فإن التمييز بـين اسـتراتيجيات المتلاعبـين وغيرهـا مـن الاستراتيجيات المشروعة أمرٌ صعب من الناحية العملية.
- قد يكون غرض المتلاعب تحقيق منافع أخرى ليس لها علاقة بالورقة المالية محل التلاعب، بل لتحقيق أربـاح مـن خـلال تـداول الأوراق الماليـة المـشتقة منهـا كالمستقبليات والخيارات. أو يكون الغـرض مـن التلاعـب التـأثير عـلى قيمـة استثمارات المتلاعب في الصناديق الاستثمارية، أو منفعة السمسار بحصوله على عمولات كبيرة.
- صور التلاعب قديمة، وتتغير أدواتها وأساليبها مع تطـور تقنيـات المعلومـات والاتصالات وخاصة الإنترنت التي بقـدر مـا سـهلت مـن وصـول المـستثمر للمعلومة بسرعة ودقة، وفرت مجالاً رحباً للمتلاعبين لنشر الشائعات المغرضة من خلال مواقع ذات تصميم رائع وتوفر روابـط لمواقـع رسـمية تـوحي بـأن

خلفها شركة كبيرة وشبكة من المحللين المتميزين، أو من خلال منتديات الإنترنت التي يمكن أن يكتب فيها شخص واحد بعدة أسماء مستعارة.

- تطور نظم التداول الإلكتروني وسهولة الوصول إليه وفر كذلك فرصة للمتلاعب لتحقيق استراتيجياته بعيداً عن رقابة السوق، وسهلت في الوقت نفسه من وصول صغار المستثمرين وبكميات كبيرة للسوق، والذين يمثلون أكبر شريحة قابلة للتغرير في السوق. في المقابل استطاعت النظم الإلكترونية منع كثير من صور التلاعب من خلال ضبط أولوية تنفيذ الأوامر ومنع تنفيذ الأوامر المتقابلة الوهمية إذا كانت من المتداول نفسه.
- هناك صنف مهم من المتداولين في السوق، إضافة للمتداولين أصالة الذين تم ذكرهم، وهم المتداولون بالوكالة عن غيرهم مقابل عمولة، وهم السماسرة brokers.

٣- مثال توضيحي للتلاعب.

يقدم هذا القسم مثالاً توضيحياً للتلاعب مبنياً على واحدة من أكثر استراتيجيات التلاعب استخداماً وهي الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع[١].

٣-١ اختيار الشركة المستهدفة وبداية الشراء

تمهيداً لتنفيذ استراتيجية التلاعب، قام المتلاعب في البداية بإجراء بحث دقيق في أسهم السوق، فوجد أن سهم شركة الفقاعة مرشحٌ جيد للتلاعب؛ لكون الشركة ناشئة ولديها بعض الفرص الواعدة، خاصة وأنه اطلع في آخر تقاريرها على معلومة تفيد بأن الشركة ستقوم في الأسابيع القادمة بتشغيل أحد مصانعها في الصين.

حالياً، لم تحقق شركة الفقاعة أية أرباح وسعر سهمها في السوق (٢٠) ريالاً.

---

[١] المثال مقتبس بتصرف من (Harris, 2000).

ولدى الشركة (١٠) ملايين سهم، (٣٠٪) منها فقط متاحة للتداول.

بدأ المتلاعب في تنفيذ استراتيجية بشراء أسهم شركة الفقاعة بكل هدوء، وفي الغالب باستخدام أوامر مقيدة (هي الأوامر المحددة السعر limit orders). ومن الطبيعي أن تؤدي هذا الزيادة الصورية في قوى الشراء إلى ارتفاع أسعار الشركة مع مرور الوقت. بعد (٤٠) يوماً من التداول، استطاع المتلاعب أن يشتري (٣٠٠) ألف سهم بأسعار تتراوح من (٢٠) إلى (٣٠) ريالاً، وبمتوسط (٢٥) ريالاً للسهم.

في اليوم (٤١) بدأ المتلاعب بحملة لإبراز أهمية الشركة ومستقبلها الواعد باستخدام عدد من الشخصيات الوهمية في منتديات الأسهم وغيرها من وسائل التواصل الإلكتروني مع مجتمع المتداولين في السوق. وقد تضمنت الحملة معلومات مفصلة عن مستقبل الشركة والمنتجات المبتكرة التي ستطرحها كما لو كان خبيراً في تفاصيل التقنيات التي تستخدمها، مع تقديم تقديرات أولية ومتفائلة لأرباحها. ولإضفاء مزيد من المصداقية على هذه الحملة، فقد ضمن حملته بعض المعلومات من آخر تقارير الشركة. وقد اعتمد في هذه الحملة على التخاطب مع نفسه وربما مجادلتها أحياناً بأسماء متعددة، في منتديات مختلفة؛ ليعطي انطباعاً بأن هناك عدداً كبيراً من المحللين الماليين المتابعين لأداء هذه الشركة.

في صباح اليوم (٥١) صرحت الشركة بأنها بدأت تشغيل مصنعها في الصين. وهو خبر متوقع لمن قرأ آخر تقرير للشركة. ومن الطبيعي أن يظهر هذا الخبر في اليوم التالي في عدد من الصحف، وقد يعلق عليه بعض الكتاب والمحللين بشكل إيجابي. وكغيره من المتداولين، اطلع المتلاعب على هذه المعلومة التي ليس لها أي تأثير على قيمة سهم شركة الفقاعة باعتبارها متوقعة منذ فترة. ولكنها كانت له بمثابة الفرصة التي كان ينتظرها؛ حيث قرر بعدها أن يشتري (٨٠) ألف سهم

باستخدام أوامر سوقية market orders، قام بإرسالها للسوق عبر شركات وساطة مختلفة. وكما هو متوقع، تسببت هذه الأوامر بارتفاع سعر سهم الشركة، إذ ارتفع سعرها خلال (٢٠) دقيقة من (٣٠) إلى (٣٣) ريالاً، وبمتوسط سعر شراء (٣١.٥) ريالاً للسهم. ونتيجة لهذا النشاط الملحوظ على السهم، واحتلالها النسبة العليا في قائمة الأسهم الأكثر ارتفاعاً ذلك اليوم، تضمنت كثير من التقارير المتابعة للسوق في مساء ذلك اليوم واليوم التالي خبر تداولات الشركة.

استمر المتلاعب بنشر معلومات مفصلة عبر منتديات الإنترنت عن أهمية مصنع الشركة في الصين، متوقعاً أن يصل سعر الشركة من (٦٠) إلى (٧٠) ريالاً وربما أكثر من (١٠٠) ريال عندما يصل المصنع إلى مرحلة التشغيل الكامل.

٣-٢ النهاية الناجحة للتلاعب:

من الطبيعي عندما يرتفع سعر سهم شركة الفقاعة بهذا الشكل، أن يتساءل بقية المتداولين عن سببه، ومتى بدأ في الارتفاع. وسيكتشفون أن ذلك حدث بسبب قصة مصنع الصين، وأن الارتفاع السريع بدأ بعد إعلان تشغيله. وعلى الرغم أن الخبر لا يمثل جديداً لمتابع تقارير الشركة، ويجب ألا يؤثر في قيمتها، إلا أن الارتفاع بحد ذاته أعطى انطباعاً بأن هناك أموراً إيجابية أكثر مما ورد في الخبر، وأن هناك متداولين مطلعين يعتقدون أن قيمة الشركة ارتفعت. في ضوء هذه الاستنتاجات، قام كثيرٌ من المتداولين برفع توقعاتهم حول قيمة الشركة، باعتبار أن التقنيات التي تستخدمها فعلاً أفضل مما كانوا يتصورون عند شرائهم لسهمها أول مرة. وتبعاً لذلك، قرروا استعجال الشراء وتحقيق معدل أعلى من الربح، بدلاً من الانتظار حتى يرتفع سعرها وتفوت عليهم هذه الفرصة الذهبية. ولكونهم يخشون أن يسبقهم غيرهم للاستفادة من هذه الفرصة، استخدموا أوامر سوقية لشراء أكبر عدد من الأسهم في أسرع وقت، ما دفع سعر السهم إلى مزيد من الارتفاع. في الوقت نفسه، ومع صعود سعر السهم، يقوم المتلاعب ببيع

مخزونة من الأسهم بشكل تدريجي، ليتخلص من نحو (٢٠٠) ألف سهم، بمتوسط سعر بيع (٤٠) ريالاً للسهم.

بالنظر للتغير الملحوظ في سعر السهم، قامت هيئة السوق بالاتصال بشركة الفقاعة للاستفسار عن أسباب التغير الكبير في سعر سهمها، لترد على الهيئة بأنه ليس لديها أي علم عن سبب ما يجري في السوق. ودرست الشركة إصدار تصريح صحفي بأنه ليس لديها أي معلومة إيجابية جديدة تبرر هذا الارتفاع في سعر سهمها، ولكن محامي الشركة نصحها بأن لا تفعل، لاحتمال تعرض الشركة للمساءلة من بعض المتداولين. في المقابل، عندما يتصل الصحفيون بإدارة الشركة للاستفسار عن أي معلومات جديدة، يمتنع أي مسئول عن التعليق، وأن من سياسة الشركة عدم التعليق على تقلبات السوق.

في اليوم (٦٠)، يكون قد اطلع عدد كبير من المتداولين على الارتفاع الملحوظ في سعر سهم شركة الفقاعة، والتي فسرها بعضهم بأنها مؤشر على أداء أفضل للسهم في المستقبل، خاصة من قرأ منهم تعليقات المتلاعب في منتديات الأسهم. وقد يفسر بعضهم امتناع إدارة الشركة عن التعليق على أن هناك شيئاً ما سيحدث. وهؤلاء البعض هم من الضحايا الذين سيقررون شراء السهم. في المقابل، سيلاحظ بعض المتابعين أن السهم يتداول بسعر أعلى من قيمته، مع ذلك سيقررون الاحتفاظ بالسهم لاحتمال أن يكون هناك فعلاً معلومات مهمة في الطريق ستؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في قيمة الشركة وسعر سهمها.

أما المتعاملون المطلعون على معلومات الشركة، وهم قلة، فسيستمرون بالبيع لأنهم يرون أن سعر السهم تجاوز الحد في الارتفاع عن قيمته، والمتلاعب يبيع معهم؛ لأنه يعلم يقيناً أن سعر السهم أعلى من قيمته. ومع تزايد البيع وبكميات كبيرة لتصريف (١٨٠) ألف سهم المتبقية في محفظة المتلاعب، ينهار سعر السهم ليصل إلى (٣٠) ريال. ويتمكن المتلاعب من بيعها بسعر يبلغ في المتوسط (٣٥)

ريالاً للسهم. وخلال الأيام التالية استمر سعر السهم في الانخفاض إلى أن وصل إلى السعر الذي كان سائداً قبل استراتيجية التلاعب وهو (٢٠) ريالاً للسهم. ويوضح الجدول (١) ربح المتلاعب من هذه الاستراتيجية الناجحة للتلاعب بسهم شركة الفقاعة.

جدول (١) أرباح الاستراتيجية الناجحة للتلاعب

عدد الأسهم	متوسط سعر السهم	قيمة الصفقات
	التكاليف (قيمة الشراء)	
300,000.00	25	7,500,000.00
80,000.00	31.5	2,520,000.00
	الإيرادات (قيمة البيع)	
200,000.00	40	8,000,000.00
180,000.00	35	6,300,000.00
إجمالي الإيرادات	**إجمالي التكاليف**	**الأرباح**
14,300,000.00	10,020,000.00	4,280,000.00

نظراً لوجود نمط تداول غير عادي على سهم شركة الفقاعة في الشهرين الماضيين، قررت السوق المالية التحقيق في الأمر للتعرف على من تداول خلال هذه الفترة، ومن ربح خلالها. وقد أظهر تحليل البيانات وبشكل سريع أن المتلاعب في هذا المثال متداول رئيس في سهم الشركة، وحقق خلال هذه الفترة أرباحاً كبيرة. ولهذا قررت السوق إبلاغ هيئة السوق بحالة التلاعب في سهم شركة الفقاعة ودور المتلاعب فيها. وبعد قيام الهيئة برفع قضية ضد المتلاعب، وبداية التحقيق معه، دافع المتلاعب بقوة عن موقفه، وأنه بكل بساطة متداول مطلع جداً على الأمور، وأنه بعد أن اطلع على المعلومات الإيجابية عن مستقبل الشركة في تقريرها الأخير، قرر امتلاك نسبة كبيرة من أسهم الشركة. وبعد

الإعلان عن بدء تشغيل مصنع الصين زادت قناعته بنجاح الشركة ومستقبلها الواعد وقرر شراء المزيد من أسهمها، وبأسرع وقت ممكن خشية أن يسبقه بقية المتداولين لاقتناص هذه الفرصة، خاصة وأنه قرأ عدداً من التقارير الإيجابية عنها في الصحف والإنترنت. وأشار إلى أنه وزع أوامر الشراء التي أرسلها على أكثر من شركة وساطة لأنه خشي أن تستغل معلومات التداول التي يجريها لو قصر تداولاته على شركة وساطة واحدة. وبين للهيئة أن الارتفاعات اللاحقة في سعر السهم أكدت صدق توقعاته. ومع اعترافه بكونه مسئولاً جزئياً عن ارتفاع الأسعار، إلا أنه أكد أن آخرين كانوا يشترون مثله. كما وضّح لهيئة السوق أنه مع تزايد عدد المشترين، تأكد له أنهم سيدفعون بالسعر إلى أعلى من قيمته، ولهذا قرر البيع بمجرد تجاوز السعر لقيمة السهم في تقديره.

ونتيجة لقوة حجة المتلاعب، وعدم إمكانية إيجاد دليل مادي على أنه هو الذي نشر الإشاعات حول السهم في مواقع الإنترنت، اكتفى المحققون بتحذيره، وعدم رفع قضية عليه أمام اللجنة القضائية المختصة.

٣-٣ النهاية الفاشلة للتلاعب:

في هذه الفقرة نفترض في المثال السابق، أن المتداولين، بعد إعلان مصنع الصين وارتفاع الأسعار، بدأوا يتساءلون ماذا يجري في السوق؟ ومنهم متداولون مطلعون على أوضاع الشركة، وقطاعها، وسوقها، وتقنيات الإنتاج التي تستخدمها، ومنهم من لديه بعض التحفظات على مستقبل شركة الفقاعة. وبعد التشاور مع بعض المختصين حول أثر تشغيل مصنع الصين على مستقبل الشركة، توصل هؤلاء المطلعون إلى أن قيمة سهم الشركة في حدود (١٨) ريالاً. مع ذلك قرروا الاحتفاظ بالسهم عند سعر (٢٠) ريالاً، أخذاً في الحسبان هامش الخطأ في توقعاتهم.

ولكن عندما ارتفع السعر وتجاوز (٢٥) ريالاً ، توصل أغلب المطلعين إلى أن

سعر سهم شركة الفقاعة أعلى من قيمته، وأنه لا يوجد مبرر لتداوله عند هذا السعر إلا استراتيجية للتلاعب به. فقرروا عندئذ بيع ما يملكون من أسهم هذه الشركة، والتوصية لعملائهم بالبيع، ما أدى إلى توقف ارتفاع السعر عند (٢٥) ريالاً. في المقابل، استمر المتلاعب في الشراء في محاولة منه لرفع السعر، والمطلعون يبيعون عليه، إلى أن امتلك (٢٠٠) ألف سهم بسعر (٢٥) ريالاً. ونتيجة لعدم ارتفاع السعر مع استمرار المتلاعب في الشراء، أصبح قلقاً لكونه سيصبح المشتري الوحيد للسهم، ولو توقف عن الشراء لانخفض سعر السهم، ولو بدأ بالبيع لانهار سعر السهم. وقرر أخيراً أن يشتري (٨٠) ألف سهم في محاولة أخيرة منه لاختراق حاجز (٢٥) ريالاً، ولكنه لم يستطع.

في اليوم التالي، افتتح السوق سهم شركة الفقاعة عند سعر (٢٣) ريالاً، والمتلاعب يملك نحو (٢٨٠) ألف سهم منها. واستمر نزول سعر السهم خلال اليوم مع وصول أوامر بيع جديدة، ما وضع المتلاعب في موقف محرج جداً. فالاستمرار في الشراء غير ممكن لكونه يتجاوز إمكانياته المالية، والتوقف لن يمنع نزول الأسعار، والبيع سيسرع بنزول الأسعار. وعندها اقتنع المتلاعب أن جميع الخيارات مرة، وأنه خاسر لا محالة بسبب وجود متداولين مطلعين افشلوا استراتيجيته للتلاعب بهذا السهم. وبالتالي انحصر الخيار الوحيد لديه في بيع ما يملك من أسهم الشركة بأفضل سعر ممكن. وقد استطاع المتلاعب في النهاية بيع (٨٠) ألف سهم بمتوسط (١٨) ريالاً للسهم، والباقي بعد عدة أيام بمتوسط (١٢) ريالاً. ويوضح الجدول (٢) خسائر المتلاعب بسبب فشل استراتيجيته.

جدول (٢) خسائر الاستراتيجية الفاشلة للتلاعب

عدد الأسهم	متوسط سعر السهم	قيمة الصفقات
التكاليف (قيمة الشراء)		
200,000.00	25	5,000,000.00
80,000.00	25	2,000,000.00
الإيرادات (قيمة البيع)		
80,000.00	18	1,440,000.00
200,000.00	12	2,400,000.00
إجمالي الإيرادات	إجمالي التكاليف	الخسائر
3,840,000.00	7,000,000.00	-3,160,000.00

مرة أخرى، وبسبب نمط التداول غير العادي الذي حدث في السوق قررت السوق المالية التحقيق في الموضوع. وأظهر تحليل البيانات أن المتلاعب متداول رئيس خلال هذه الفترة، ولكن تداولاته سببت له خسائر كبيرة. وقد استنتجوا أنه حاول التلاعب بالسوق وفشل. وقدمت السوق إفادة حول حالة التلاعب لهيئة السوق. وبالنظر لصعوبة إثبات أن المتلاعب حاول العبث بالسوق، وحقيقة أنه فشل في ذلك، قررت الهيئة عدم اتخاذ أي إجراء قانوني ضده، واكتفت بإرسال لفت نظر له تحذره من التلاعب في السوق في المستقبل.

٣-٤ ملاحظات على المثال:

- يمكن جعل هذا المثال أكثر واقعية بافتراض أن هناك مجموعة متواطئة من المتلاعبين، وليس متلاعباً واحداً، وكذلك بافتراض أن المتلاعب نفذها في وقت أطول؛ إذ أن تنفيذ الاستراتيجية في فترة زمنية أطول يجعل من الصعب اكتشافها، وبالتالي إمكانية إثبات وقوع التلاعب في ساحة القضاء.
- عدد المطلعين وقوتهم المالية عامل حاسم في فشل استراتيجيات التلاعب؛ لأن استراتيجيات المطلعين تتعارض مع استراتيجيات المتلاعبين وتفشلها.

فاستراتيجيات المتلاعبين تؤدي إلى ابتعاد السعر عن القيمة، في حين تقتضي استراتيجية المتداول المطلع التدخل بالبيع أو الشراء في هذه الحالة، بما يفسد استراتيجيات المتلاعبين. ويتطلب نجاح استراتيجية المطلعين على القيمة أن تكون قوتهم المالية أكبر من تلك التي يملكها المتلاعبون؛ أما إذا كان العكس هو الواقع، فإن المطلعين على القيمة، ومعهم كفاءة السوق، يذهبون ضحية للمتلاعبين. فالقوة المالية تحدد من يربح في النهاية ويطرد الآخر من السوق.

- يمكن للمتلاعب تنفيذ استراتيجية التلاعب معاكسة لما في المثال من خلال البيع بسعر مرتفع والشراء بسعر منخفض؛ وذلك في الأسواق المالية التي تتيح اقتراض الأسهم وبيعها فيما يسمى بالبيع المسبق short-selling. ولكن هذه الاستراتيجية أقل شعبية من الاستراتيجية أعلاه؛ لأن الأسهم المرشحة للتلاعب لا تنطبق عليها عادة الشروط التي تضعها الأسواق المالية للسماح ببيع أسهمها بيعاً مسبقاً.

- المتلاعب يحتمي ويتترس بالمعلومات ليستخدمها في محاجة هيئة السوق، فهو يتحين الفرص، ويتابع أخبار الشركة وقطاعها والاقتصاد المحلي والدولي، ليلتمس منها الغطاء لقرارات تداوله بالبيع أو الشراء.

- المطلع يتعب في البحث عن المعلومة وتحليلها، والمتلاعب يصنعها ثمينة ويحصل عليها رخيصة. ولهذا يكثر التلاعب في الأسهم التي لا يتابعها المتداولون المطلعون ومنها الأسهم ضعيفة السيولة؛ لكون البحث مكلفاً، والأسهم المتاحة للتداول قليلة، ما يقلل من جدوى التداول بناء على تحليل المعلومات. ومنها كذلك الأسهم التي يصعب تقويمها، بسبب عدم وجود معلومات كافية يمكن أن تساعد في تقدير قيمتها، وكذلك أسهم الشركات الصغيرة التي يمكن تملك جزء كبير من أسهمها بسهولة.

٤- الدراسات النظرية والتطبيقية للتلاعب

٤-١ التحليل النظري للتلاعب

يوجد عدد قليل، ولكن متزايد، من الدراسات النظرية التي ضمنت سلوك التلاعب وأثره على كفاءة السوق في صلب نماذج البنية الجزئية للأسواق المالية. ويبين الملحق (ب) أبرز هذه الدراسات. ومن خلال استقراء النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات، يمكن الخروج بالاستنتاجات العامة الآتية:

- يتفق الاقتصاديون على أن التلاعب في الأسواق المالية يقوض كفاءة أسعار السوق، لأنه يستدرج المتداولين لتوفير السيولة، وتنفيذ الصفقات عند أسعار تبتعد بدرجة أو بأخرى عن قيم الأوراق المالية.
- يسهم التلاعب في زيادة احتمال غبن جمهور المستثمرين في السوق، مما يضعف ثقة المتداولين في نزاهة السوق، كما يقلل من جاذبية السوق للمستثمرين الجادين والمطلعين، فينصرف أكثر المتداولين عن السوق وتنخفض سيولته.
- يزيد التلاعب من حدة تقلب الأسعار والكميات.
- يسهم التلاعب في تشويه الأسعار، وبالتالي سوء تخصيص الموارد الاقتصادية.
- يركّز التلاعب توزيع الثروة في الاقتصاد، من خلال إعادة توزيع الثروة من جمهور المستثمرين إلى قلة من المتلاعبين.

٤-٢ واقع التلاعب في الأسواق المالية: حالات دراسية

في مقابل الدراسات النظرية القليلة حول التلاعب، يوجد عدد محدود جداً من الدراسات الإحصائية لواقع التلاعب في الأسواق المالية. ويبين الملحق (ج) أهم هذه الدراسات. ونظراً لأهمية الدراسات التطبيقية فسيتم فيما يلي التركيز على عرض نتائج أبرز هذه الدراسات:

٤-٢-١ سوق نيويورك: دراسة Aggarwal and Wu (2003)

تضمنت هذه الدراسة تحليلاً إحصائياً للحالات التي أدينت بالتلاعب من

قبل هيئة سوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي ١٩٩٠ و٢٠٠١م، وبلغ عددها ١٤٢ حالة، وخرجت بالنتائج الآتية:

- تحدث أكثر حالات التلاعب في الأسهم الصغيرة بسبب سهولة السيطرة عليها، وضعف مستوى الإفصاح فيها.
- العائد، والسيولة، ومعدل التقلب للسهم محل التلاعب يكون أعلى خلال فترة التلاعب مقارنة ببقية الفترة في العينة.
- الأسعار والسيولة ومعدل التقلب للسهم تكون أعلى عندما يقوم المتلاعب بالبيع، منها عندما يقوم بالشراء، في حين تنهار الأسعار بعد انتهاء التلاعب.
- معظم القضايا قائمة على التلاعب من خلال تداولات مغررة، ويتم مساندة معظمها بالإشاعات، سواء كان ذلك بالتواطؤ مع كتاب الصحف، أو مسوقي الإصدارات الجديدة، أو من خلال الإنترنت خاصة في أواخر فترة العينة.
- العائد على التلاعب يكون أكبر في حال كون سعر السهم شديد التقلب، والذي يعزى إلى نقص المعلومات اللازمة لتقدير قيمة السهم بدقة أكبر.
- أكثر حالات التلاعب تتضمن استراتيجيات لرفع الأسعار بدلاً من تخفيضها، بسبب القيود على بيع أسهم الشركات محل التلاعب بيعاً مسبقاً.
- كبار المسئولين في الشركات، والسماسرة، ومصدري الأوراق، وكبار المساهمين، وصانعي الأسواق لهم دور أكبر في التلاعب.
- استراتيجية التلاعب تقوم على استخدام العديد من المحافظ بأسماء مختلفة، ولكن يديرها شخص أو مجموعة من المتداولين.

٤-٢-٢ سوق نيويورك: دراسة Mei, Wu and Zhou (2004)

ركزت الدراسة على حالات التلاعب التي رفعتها هيئة السوق بين عامي ١٩٨٠ و٢٠٠٢م، وبلغ عددها ١٥٩ قضية، وخرجت بنتائج مماثلة للدراسة أعلاه، حيث توصلت إلى ما يلي:

- شهد سعر السهم محل التلاعب خلال فترة التلاعب عائداً أكبر، وتقلباً أكبر، وقيمة تداولات أكبر.
- خلال فترة التلاعب يميل التغير في السعر للارتباط بشكل موجب (مثلاً: الزيادة في السعر يتبعها عادة زيادة أخرى في السعر)، ولكن السعر يعود إلى وضعه قبل التلاعب في نهايته.
- الأسهم الأصغر هي الأكثر عرضة للتلاعب.

٤-٢-٣ سوق استراليا المالية: دراسة Rydge (2004)

استخدمت الدراسة الحالات التي رفعتها السوق للتحقيق أو للمحاكمة خلال ١٤ عاماً (١٩٨٩-٢٠٠٢م) والتي بلغ عددها ٣٦٠ قضية، بمعدل ٢٨ حالة سنوياً، مع الأخذ في الاعتبار أن آلية اكتشاف التلاعب تحسنت مع مرور الوقت خلال هذه الفترة، وأن البحث لم يتابع الحكم النهائي في هذه القضايا. ومن أهم نتائج الدراسة ما يلي[1]:

- تتراوح الفترة التي يتم فيها التلاعب من (٢٠) يوماً إلى (٩٠) يوماً. كما لوحظ انخفاض الفترة التي يتم فيها اكتشاف التلاعب بعد تطبيق السوق لعدد من التنظيمات الحاسمة والتحسينات لضبط التداول في عام ١٩٩٧م.
- انخفض عدد المتداولين المتورطين في حالات التلاعب من ١٠ إلى ٤ أشخاص، ويمكن أن يفسر هذا بأن استخدام الإنترنت في التداول سهل من تلاعب عدد قليل من المتداولين في السوق من خلال محافظ استثمارية متعددة يملكها اسمياً متداولون مختلفون.
- تعتمد أغلب حالات التلاعب على استراتيجية رفع الأسعار، يليها استراتيجيات التداول بكميات كبيرة، وأخيراً استراتيجيات خفض الأسعار.

---

[1] خلال فترة الدراسة كان نظام مراقبة التلاعب المطبق في السوق هو (SOMA). وقد استبدل هذا بنظام (SMARTS) في نهاية عام ٢٠٠٤م. وهو النظام الذي تبنته السوق المالية السعودية مؤخراً لمراقبة السوق.

- أغلب المتورطين في حالات التلاعب المرفوعة (٨٠٪) من الموظفين التنفيذيين في الشركات، أو المرتبطين معهم، أو كبار المساهمين في الشركات، والذين تراوحت ملكيتهم بين ٥٪ و ٣٠٪.
- تضمنت معظم الحالات (٥٠-٨٠٪) استراتيجية زيادة السعر في آخر ٢٠ دقيقة من فترة التداول.

٤-٢-٤ سوق كراتشي المالية: دراسة (2004) Khwaja and Mian

أسست سوق كراتشي المالية في عام ١٩٤٧م، وخلال فترة الدراسة، كان يتداول فيها ٧٥٨ شركة، ذات قيمة سوقية تقارب ١٠ بليون دولار، تمثل ١٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وذات معدل دوران (قيمة التداولات على القيمة السوقية) تبلغ ٨٨٪. كما كان يوجد فيها خلال هذه الفترة ١٤٧ سمساراً مرخصاً، يقومون في الغالب بالتداول أصالة من حساباتهم.

وقد تضمنت البيانات التي اعتمدت عليها الدراسة التداولات اليومية لكل شركة من شركات السمسرة في كل سهم، لمدة عامين ونصف (من ديسمبر ١٩٩٨ إلى أغسطس ٢٠٠١م). ويمكن من خلال هذه البيانات الفصل بين تداولات الشركات بالأصالة عن تداولاتها بالوكالة عن المستثمرين. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

- تقوم شركات السمسرة (أو المتداولون المتواطئون معها) بالتلاعب بالسوق من خلال استراتيجية محددة تتمثل في تداولها فيما بينها بيعاً وشراء أصالة عندما تكون الأسعار منخفضة، وبعد ارتفاع الأسعار يبيعون على بقية المتداولين في السوق بالوكالة.
- حققت استراتيجيات التلاعب أرباحاً تراوحت بين ٥٠٪ و٩٠٪ أعلى من متوسط العائد السنوي للمتداولين الذين يصلون للسوق من خلال السماسرة.

- لا تأتي أرباح السماسرة من سبقهم للغير، أو معلومات خاصة يملكونها، أو من دورهم في صناعة السوق.
- من عناصر نجاح استراتيجية تلاعب السماسرة: انخفاض تكلفة التداول بالنسبة لهم، وقدرتهم للوصول لمعلومات آنية ومفصلة عن وضع السوق، ونشر الإشاعات والمعلومات الخاطئة.
- يدرك جمهور المتداولين وهيئة السوق بأن شركات السمسرة متورطة بدرجة أو أخرى في عمليات التلاعب في السوق.
- يسهم الحد من نفوذ شركات الوساطة في منع تلاعبها، ولكن لوحظ أن جميع محاولات الإصلاح التي قامت بها هيئة السوق منيت بالفشل بسبب معارضة سياسية مدفوعة بمجموعة السماسرة الضاغطة للحفاظ على مصالحها.
- هناك قلق من أن يؤدي غلبة التلاعب في السوق إلى صرف السوق عن هدفها الرئيس في مساندة أنشطة الاقتصاد الحقيقي، إلى سوق وهمية لا تخدم أي هدف اقتصادي.

٥- تقويم منافع المضاربة والتلاعب ومفاسدهما

يفاضل هذا القسم بين أنواع المضاربة، بما فيها التلاعب، مقوماً منافعها ومفاسدها، من خلال بيان أثرها على الهدفين الرئيسيين للسوق وهما: **توفير السيولة وتحقيق الكفاءة.**

٥-١ معيارا التقويم: السيولة والكفاءة

يتمثل **هدف السيولة** في جذب أكبر قدر ممكن من البائعين والمشترين. ويرى (Harris, 1990) أن هناك أربعة أبعاد للسيولة: (١) الاتساع: مقدار الفرق بين أفضل عرض وطلب، مضافاً إليه عمولة السوق والسماسرة. (٢) العمق: عدد الأسهم المطلوبة والمعروضة عند الأسعار المختلفة (٣) الفورية: سرعة إتمام الصفقة (٤) المرونة: سرعة رجوع الأسعار لوضعها السابق بعد أي صفقة كبيرة

تخل بتوازن العرض الطلب، ولم تكن مبنية على معلومات خاصة مؤثرة في القيمة. وهناك ارتباط قوي بين سيولة السوق وتكلفة التداول؛ فكلما كانت السوق أكثر سيولة بأبعادها المختلفة، أدى ذلك إلى تقليل تكلفة التداول، ومن ثم زيادة عدد الراغبين في التداول فيها.

ويتمثل **هدف الكفاءة** في توفير آلية لاكتشاف الأسعار تقلل ما أمكن، وفي أسرع وقت، من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية. فالسوق الكفؤ هي التي تستطيع أن تدمج المعلومات الجديدة عن الأسهم في أسعارها في أقل وقت ممكن، ما يقلل من الفرق بين سعر السهم وقيمته، فيقل احتمال الغبن، وتزداد ثقة المتداولين بالسوق.

ويبين الجدول في الملحق (د)، الاستراتيجيات التي يتبعها مختلف المضاربين والمتلاعبين، حسب التصنيف في الفقرة (٢-٣)، وطبيعة المعلومات التي يستخدمونها لتنفيذ هذه الاستراتيجيات، وأثرها على الهدفين الرئيسين للسوق.

٥-٢ أثر المضاربين المطلعين على السيولة والكفاءة

يتضح من الجدول في الملحق (د) أن المضاربين متفاوتون من حيث تأثيرهم في توفير السيولة، وتحقيق الكفاءة. فالمضاربون **المطلعون** لهم أثر إيجابي على الكفاءة؛ لأن تداولاتهم تسهم في دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية في أسعارها في أقل وقت ممكن، ما يقلل من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها. أما أثرهم على السيولة فمتفاوت. حيث يسهم متداول القيمة في توفير السيولة، وخاصة ببعدها المتعلق بالمرونة؛ فمعرفتهم بالقيمة تجعلهم في وضع يمكنهم من القيام بتداولات تسهم بعودة الأسعار إلى أوضاعها التوازنية بعد أي اختلال في العرض والطلب يتسبب فيه المتداولين غير المطلعين، كما أنهم يستخدمون في الغالب أوامر مقيدة تعزز من سيولة السوق. أما متداول الأخبار والمحلل الفني للمعلومات فأثرهم سلبي في الغالب على السيولة؛ لأنهم يسارعون للاستفادة من

المعلومات التي توصلوا إليها من خلال إرسال أوامر سوقية تستهلك السيولة في السوق. وفيما يتعلق بالموازن فأثره على السيولة إيجابي، لأن تداولاته تربط بين السيولة المتوافرة في أكثر من سوق.

٥-٣ أثر المضاربين المتوقعين للأوامر على السيولة والكفاءة

في المقابل، نجد أن أثر المضاربين المتطفلين **المتوقعين للأوامر** سلبي على سيولة السوق؛ لأن استراتيجية المستبق تتطلب منه الإسراع في تنفيذ تداولاته، باستخدام أوامر سوقية تستهلك السيولة، وينتج عن استراتيجية المبتز احتكار يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التداول. أما من ناحية تأثير المضاربين المتوقين للأوامر على الكفاءة فسلبي في حالة المبتز؛ لأن الاحتكار يؤدي إلى أسعار غير كفؤ، ومتفاوت بالنسبة للمستبق؛ لأن تأثيره إيجابي إن استبق متداولا مطلعاً، وسلبي إن استبق متداولاً غير مطلع. ويعد أثر المتطفلين المتوقعين للأوامر على السيولة والكفاءة سلبي في الأجل الطويل، لأن وجودهم في السوق يزيد من احتمال وقوع الغبن على بقية المتداولين، فتقل ثقتهم في السوق، وينصرفون عن التداول فيه، ولأنهم يقللون في الوقت نفسه من أرباح المضاربين المطلعين، ومن ثم حافزهم لجمع المعلومات وتحليلها.

٥-٤ أثر المضاربين المتلاعبين على السيولة والكفاءة

أما المضاربين **المتلاعبين** فأثرهم سلبي على كفاءة السوق؛ لأن استراتيجياتهم تقوم على استدراج بقية المتداولين لتوفير السيولة، وتنفيذ الصفقات عند أسعار تبتعد بدرجة أو بأخرى عن قيم الأوراق المالية. أما أثرهم على السيولة فمتفاوت، حيث تسهم تداولاتهم في الأجل القصير في تشجيع المتداولين على توفير السيولة، ولكن عند أسعار غير توازنية، أما في الأجل الطويل، فيؤدي نفوذهم في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عن التداول فيه، ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

٥-٥ خلاصة التقويم

والخلاصة، أن المضاربين متفاوتون في أثرهم على سيولة السوق وكفاءته، وأن المطلعين منهم لهم أثر إيجابي على كفاءة السوق، وخاصة متداول القيمة الذي يتميز بأثره الإيجابي على سيولة السوق، ومحاربة المتلاعبين؛ لأن استراتيجياته في التداول تتعارض مع استراتيجيات المتلاعبين وتفشلها. فاستراتيجيات المتلاعبين تؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، في حين تقتضي استراتيجية المتداول بالقيمة التدخل بالبيع أو الشراء في هذه الحالة، بما يفسد استراتيجيات المتلاعبين. وكما أشرنا في الفقرة (٤-٣)، يتطلب نجاح استراتيجية المضارين المطلعين على القيمة أن تكون قوتهم المالية أكبر من تلك التي يملكها المتلاعبون؛ أما إذا كان العكس هو الواقع، فإن المضاربين المطلعين على القيمة، ومعهم كفاءة السوق، يذهبون ضحية للمتلاعبين.

أما المضاربون المتطفلون، سواء متوقعي الأوامر أو المتلاعبين، فأثرهم في الغالب سلبي سواء على كفاءة السوق و/ أو سيولته. ولا يتوقف أثرهم السلبي عند إفشال تحقيق أهداف السوق، بل يتجاوزه إلى الاقتصاد بشكل عام، ولهذا نجد أن أغلب التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية تجرم تداولات المستبقين، والمحتكرين، ومختلف أساليب نشر الشائعات، وصور التلاعب.

٦ - ضابط التلاعب في الأسواق المالية:

اتضح مما سبق أن استراتيجيات التداول متفاوتة في أثرها في السوق، فمنها النافع ومنها الضار، ومنها المتردد بين هذين الطرفين. ولهذا نجد أن أنظمة الأسواق المالية تجرم صور التداول متمحضة الضرر مثل صور التلاعب وبعض أنواع المضاربة الضارة بالسوق، في حين لم تجرم صور أخرى؛ إما لكونها تعتمد على نية المتداول، أو لصعوبة التفريق بينها وبين بقية التداولات المشروعة في السوق.

ولو أخذنا على سبيل المثال نظام السوق المالية السعودية، ولائحة سلوكيات السوق المفسرة له، باعتبارها من أحدث النظم واللوائح ذات العلاقة بالتلاعب، واستفادت مما سبقها، نجد أنها شملت بالحظر أبرز أنواع التلاعب. فقد عالج نظام السوق المالية عمليات الاحتيال (مادة ٤٩) والتداول وبناء على معلومات داخلية (مادة ٥٠)، وأعطى الهيئة صلاحية وضع القواعد التي تحدد هذه الأعمال والتصرفات غير المشروعة. كما تضمن النظام فصلاً كاملاً تناول العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات والتي تصل إلى الغرامة والسجن للمخالفين.

وبناء على هذا النظام أصدر مجلس هيئة السوق المالية لائحة سلوكيات السوق، والتي تتكون من (٦) أبواب (أحكام تمهيدية ، منع التلاعب بالسوق ، التداول بناء على معلومات داخلية، البيانات غير الصحيحة، سلوك المرخص لهم، وأخيراً النشر والنفاذ). وكما يوضح الملحق (هـ) فقد تضمنت اللائحة (٣١) مادة شاملة للتصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل.

ومن خلال التجربة السعودية وغيرها، فإنه من السهل تحديد المقصود بالتصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل، ولكن تكمن الصعوبة في تطبيقها، وتحديداً إثبات وقوع المخالفات في ساحة القضاء، ويؤكد ذلك قلة عدد قرارات الإدانة المعلنة التي صدرت بحق المتداولين لارتكابهم مخالفات لنظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية، بالرغم من كثرة عدد الحالات المشتبه بها. فحسب التقرير الأول لهيئة السوق المالية (٢٠٠٧م)، قامت الإدارة العامة للإشراف والرقابة على التداول بالهيئة بمتابعة التداولات في السوق ومراجعتها وتحليلها. وقد أعدت الإدارة خلال العام ٢٠٠٦م (٣٧٥٠) تقريراً تحليلياً عن السوق، و(٢٥٢) تقريراً مختصراً عن حالات اشتباه بوجود مخالفات لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية. وخلال سنتين ونصف (من منتصف ٢٠٠٤م إلى نهاية ٢٠٠٦م)، أحالت الهيئة للتحقيق والتحري (١٢٣) حالة،

وحللت (٢٠٣) محافظ استثمارية لمشتبه بهم، كما بلغ عدد المشتبه بهم الذين تمت مراجعة بياناتهم وتحليلها (٧٠٢) مشتبه، وأصدرت لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (٧) قرارات، في حين أصدر مجلس الهيئة (٢٨) قراراً في حالات مخالفة لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

وفي الواقع أن إيجاد ضابط للتلاعب عملية صعبة، تتطلب ترجمة التعريفات القانونية إلى إجراءات محددة يمكن من خلالها تقديم قرائن واضحة على وجود تصرفات تدل على نية التلاعب. ومصدر الصعوبة أن لكل صفقة تتم في السوق المالية تأثيران: مباشر على الأسعار والكميات، وغير مباشر من خلال ما تتضمنه من معلومات يمكن أن تفسر بطريقة معينة، ويبنى عليها قرارات تداول تؤثر في الأسعار. هذا التأثير قد يكون مبنياً على استراتيجية تداول مشروعة، سواء كانت بدوافع مرتبطة بالسيولة أو تغير قيمة الورقة المالية، وقد يكون التأثير مدفوعاً باستراتيجية للتلاعب في السوق. ولهذا السبب تركز أنظمة مراقبة التلاعب في أغلب الأسواق المالية على متابعة التغير في الأسعار والكميات، ومقارنتها **بنسبة تغير محددة مسبقاً أو محسوبة من خصائص سعر السهم**؛ والتحقق من وجود مبررات مشروعة لتغيرها.

وقد اقترح Nelemans (2007) تعريفاً للتلاعب يتضمن ما سماه ضغط السعر (price pressure) والذي يعبر عن إسهام المتداول في تغيير السعر ويساوي: عدد الأسهم التي تداولها المتهم (بيعاً أو شراء) مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم المتداولة، مع ضرب الناتج بالتغير في السعر خلال فترة التداول محل التحقيق. فإذا كان ضغط السعر كبيراً، ينظر في وجود معلومات تبرره من عدمه. ويعد تلاعباً، بناء على التعريف، كل تداول يولد ضغطاً كبيراً على السعر غير مدعوم بمعلومات تبرره.

٧- خلاصة وتوصيات

اتضح مما سبق أن هناك أصناف نافعة من المضاربة تسهم في تحسين كفاءة السوق و/ أو زيادة سيولته، في حين يوجد أنواع ضارة من المضاربة قد يسهم بعضها في توفير السيولة للسوق، ولكن على حساب كفاءته؛ فتؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، وحدوث تقلبات كبيرة وغير مبررة في الأسعار.

ومن أبرز أنواع المضاربة الضارة: التلاعب في السوق من خلال تصرفات يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق. وقد اتضح أن أثر التلاعب سلبي على كفاءة السوق؛ لأنه يقوم على استدراج بقية المتداولين لتوفير السيولة، وتنفيذ الصفقات عند أسعار تبتعد بدرجة أو بأخرى عن قيم الأوراق المالية. أما في الأجل الطويل، فيؤدي استشراء التلاعب في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عنه، ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

كما أظهرت الورقة أن نزاهة السوق المالية وعدالتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي. وبالمنطق نفسه، يؤدي استشراء التلاعب في السوق المالية إلى حدوث العكس؛ أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر السوق المالية.

ومن واقع استعراض أنواع وصور التلاعب، وآثاره الاقتصادية على السوق المالية والاقتصاد، والدراسات النظرية والتطبيقية التي درست التلاعب، توصي الورقة بما يلي:

- أظهرت الدراسات التطبيقية لحالات التلاعب أنه لا يوجد أحد محصن ضد التلاعب، وأن جميع أطراف صناعة تداول الأوراق المالية قد يمارسونه في ظل غياب الرقابة الداخلية والخارجية على أنشطتهم. ما يحتم التأكد من **شمول**

أنظمة السوق المالية ولوائحها لكل حالات التلاعب الممكنة، وتعرفها تعريفاً يسهل من اكتشافها ومحاكمتها، مع دعمها بالأجهزة القضائية التنفيذية التي تسرع من إجراءات التحقيق في عمليات التلاعب والحكم فيها.

- من المهم أن يصاحب الإجراءات التي تتخذ لكبح المضاربة المتطفلة وخاصة المغررة، اتخاذ إجراءات موازية هدفها **تشجيع المضاربة النافعة التي يقوم بها المطلعون**؛ مثل: تنظيم عمل الوسطاء والاستشارات المالية، وتشجيع الاستثمار المؤسسي من خلال صناديق الاستثمار المتنوعة، وتطوير البنية المؤسسية لمهنة المحللين الماليين. ويتوقع أن يكون لهذه التوجهات الاستراتيجية أثر إيجابي في تغيير ميزان القوى في السوق مع مرور الوقت لصالح المتداولين المطلعين.
- تظهر التجارب في الدول الأخرى أن دراسات المحللين الماليين تغطي عادة الشركات الكبيرة، وتهمل الصغيرة (Fernandez, 2003)؛ التي يسهل التلاعب في أسهمها، ما يعني أن الشركات الصغيرة ستستمر في المعاناة من المضاربة المتطفلة والمغررة ما لم يتم كبحها بوسائل أخرى. ومن الاقتراحات المطروحة في هذا الاتجاه، **إيجاد قسم خاص في السوق المالية لتداول الشركات الصغيرة، اعتماداً على قواعد تداول إلكتروني مختلفة**. ويتضمن السحيباني (١٤٢٨هـ،ب) بعض القواعد المقترحة للتداول، التي يتوقع لها أثر إيجابي في الحد من التقلبات، خاصة التي يكون مصدرها التلاعب، وبالتالي رفع كفاءة السوق.
- بالرغم من أن نزاهة السوق المالية مصلحة عامة، إلا أن نجاح السوق في بناء سمعة جيدة، وكسب ثقة المستثمرين، يعود بمصالح خاصة مباشرة لأطراف صناعة تداول الأوراق المالية الهادفين للربح. وعليه، فإن عبء المحافظة على نزاهة السوق لا يقتصر على هيئة السوق المالية، بل يجب أن يسعى إليه جميع الأطراف ذوي العلاقة وخاصة شركة السوق المالية، وشركات الوساطة،

وبنوك الاستثمار، ومجتمع المحاسبين والمحللين الماليين، وذلك من خلال **بناء نظام رقابة داخلي قوي لاكتشاف حالات التلاعب، ومقاضاتها.**

- **تنفيذ حملة توعية موجهة لجميع أطراف السوق** وخاصة شركات الوساطة، تبين إجراءات الرقابة على السوق، وكيفية اكتشاف حالات التلاعب، وآليات التبليغ عنها للجهات الرقابية. ويتوقع أن تؤدي هذه الحملة إلى زيادة انضباطية السوق والتزام الأطراف بأنظمة السوق، وتفعيل دورهم الوقائي في منع حدوث حالات التلاعب.
- للشركات المشتركة في طرح وتداول الأوراق المالية مصالح متشابكة قد تكون متعارضة؛ ما قد يولد ضغط على الشركات المقدمة لخدمة التحليل الاستثماري لإعطاء توصيات متحيزة. ولقد أصبح من الممارسات العرفية لدى هذه الشركات ألا يقدم محللوها تعليقات سلبية أو جدلية حول عملائها من الشركات الأخرى. ولهذا **يوصى بالعناية بالأنظمة واللوائح التي تجعل السوق وسيلة لتحقيق التنمية الاقتصادية، وخاصة ما يتعلق بتعارض المصالح، ونزاهة توصيات المحللين.**

أبيض

المـــراجــــع

أولا: المراجع العربية

حماد، نزيه (١٤١٤هـ)، **معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء**، المعهد العـالمي للفكـر الإسلامي، فيرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، الطبعة الأولى.

الحويماني، فهد (١٤٢٧)، **المال والاستثمار في الأسواق المالية**، الرياض، الطبعة الثانية.

الخفيف، على (١٩٨٠)، **الغبن في العقود**، مجله البحوث والدراسات العربية، العـدد العـاشر، ٣-١٩.

السحيباني، محمد (١٤٢٥هـ)، **الغبن اليسير والفاحش: تحليل اقتصادي**، مجلـة جامعـة الملـك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد ١٨، العدد ٢، ٣-٤٥.

السحيباني، محمد (١٤٢٨هـ، أ)، **المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سـوق الأسـهم السعودية**، بحث مقبول للنشر في المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية بكلية التجارة وإدارة الأعمال، عدد سنة ٢٠٠٨، جامعة حلوان.

السحيباني، محمد (١٤٢٨هـ،ب)، **نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيـو الماليـة والـسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة**، بحث مقدم لندوة السوق المالية الـسعودية: نظـرة مـستقبلية، جامعة الملك خالد، ٣-٤ ذي القعدة ١٤٢٨هـ (١٣ – ١٤ نوفمبر ٢٠٠٧).

هيئة السوق المالية (٢٠٠٧)، **التقرير الأول للهيئة (١/ ٧/ ٢٠٠٤ - ٣١/ ١٢/ ٢٠٠٦)**.

هيئة السوق المالية، **موقع الهيئة على شبكة الإنترنت**، www.cma.gov.sa.

هيئة السوق المالية (٢٠٠٧، أ)، **نظام السوق المالية**، النسخة الإلكترونية في موقـع الهيئـة عـلى شبكة الإنترنت (www.cma.org.sa) تاريخ الزيارة ١٠ جمادى الأولى ١٤٢٨هـ.

هيئة السوق المالية (٢٠٠٧، ب)، **لائحة سلوكيات الـسوق**، النـسخة الإلكترونيـة في موقـع الهيئة على شبكة الإنترنت (www.cma.org.sa)، تاريخ الزيارة ١٠ جمادى الأولى ١٤٢٨هـ.

وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية (١٤١٤هـ)، **الموسوعة الفقهية**، الكويت، الطبعة الأولى.

ثانياً: المراجع الأجنبية

Stock Market Manipulations, The Journal of)2006(Aggarwal, R., K. and Wu, G. Business 79, 1915-1953.

Stock Price Manipulation, The Review of Financial)1992(Allen, F. and Gale, D. Studies 5, 503-529.

Allen, F., and G. Gorton 1992 Sto**ck Price Manipulation, Market Asymmetric Information**, *European Economic Review*, Vol. **Microstructure and** 36: 624-630.

Avgouleas, E. (2005) **The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis**, Oxford University Press.

Bagnoli, M., and B.L. Lipman 1996 **Stock Price Manipulation through Bids**, *RAND Journal of Economics*, Vol. 27: 124-147. **Takeover**

Benabou, R., and G. Laroque 1992 **Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus and Credibility**, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 921-958. 105:

Chakraborty, A. and B. Yilmaz 2004b **Manipulation in Market Order Models**, *Journal of Financial Markets*7, 187-206.

Chakraborty, A., and B. Yilmaz 2004a **Informed Manipulation**, *Journal of Theory* 114, 132-152. *Economic*

Cherian, J. A., and R. A. Jarrow 1995 **Market Manipulation**, Chapter 20 in *North-Holland Handbooks of Operations Research and Management Science: Finance* (Volume 9) edited by R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba, New York: Elsevier, 611-630.

Felixson, Karl, and Anders Pelli 1999 **Day end returns–stock price** *Multinational Financial Management* 9:95–127. **manipulation**. *Journal of*

Fernandez, F. (2003). **New Research Models for Securities Research**, SIA Research Reports, IV :12.

Galbraith, A. J. 1972 **The Great Crash**, *1929,* Boston: Houghton Mifflin Company.

Goldstein, I., and A. Guembel 2007 **Manipulation, the Allocational Role of Production Externalities**, working paper, Duke University. **Prices and**

Harris, L2003 Trading & Exchange: **Market Microstructure for Practitioners**, Oxford University Press, New York,.

Jarrow, R. A. (1992), **Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short** *Journal of Financial and Quantitative Analysts*, Vol. 27: 311-336. **Squeezes**,

Jarrow, R. A. (1994), **Derivative Security Markets, Market Manipulation, and Pricing Theory**, *Journal of Financial and Quantitative Analysts*, Vol. 29: **Option** 241-261.

Jiang, G., P. Mahoney, and J. Mei (2004), **Market Manipulation: A Study of Stock Pools**, *Journal of Financial Economics*, **Comprehensive** forthcoming.

Khwaja, Asim Ijaz, and Atif Mian (2003). **Price manipulation and phantom exploration of a stock market**. Unpublished manuscript, **markets—an indepth** University of Chicago.

Khwaja, Asim Ijaz, and Atif Mian (2005) **Unchecked Intermediaries: Price Manipulation in an Emerging Stock Market**. Journal of Financial Economics, 2005, 78(1), pp. 203-41.

of Stock Market Leinweber and Madhavan (2001), **Three Hundred Years Manipulations**, The Journal of Investing 10, 7-16.

Mahoney, P. (1999), **The Stock Pools and the Securities Exchange Act**, *Journal Financial Economics,* Vol. 51: 343-369. *of*

Mei, Jianping, Guojun Wu, and Chunsheng Zhou (2004). **Behaviour based manipulation theory and prosecution evidence**. Unpublished manuscript, New York University.

Nelemans, M (2007), **Redefining Trade-Based Market Manipulation**, forthcoming in Valparaiso University Law Review

Reuters (2008), **Reuters Estimates: Forecasts you can trust**, www.reuters.com.

Rydge J and C. Comerton-Forde (2004),**The Importance of Market Integrity: An Analysis of ASX Self-Regulation**, SIRCA working paper.

Thomson Financial, (2008), **Thomson Real-Time Estimates & Recommendations**, www.thomson.com.

Van Bommel, J. (2003), **Rumors**, *Journal of Finance*, Vol. 58: 1499 – 1520.

Jarrow, R. (1992). **Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes**, Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, 311-336.

Vila, J.L. (1987), **The Role of Information in the Manipulation of Futures** Working Paper 87-26, CARESS, University of Pennsylvania. **Markets**,

Vila, J.L. (1989), **Simple Games of Market Manipulation**, *Economics Letters*, 29, 21-26.

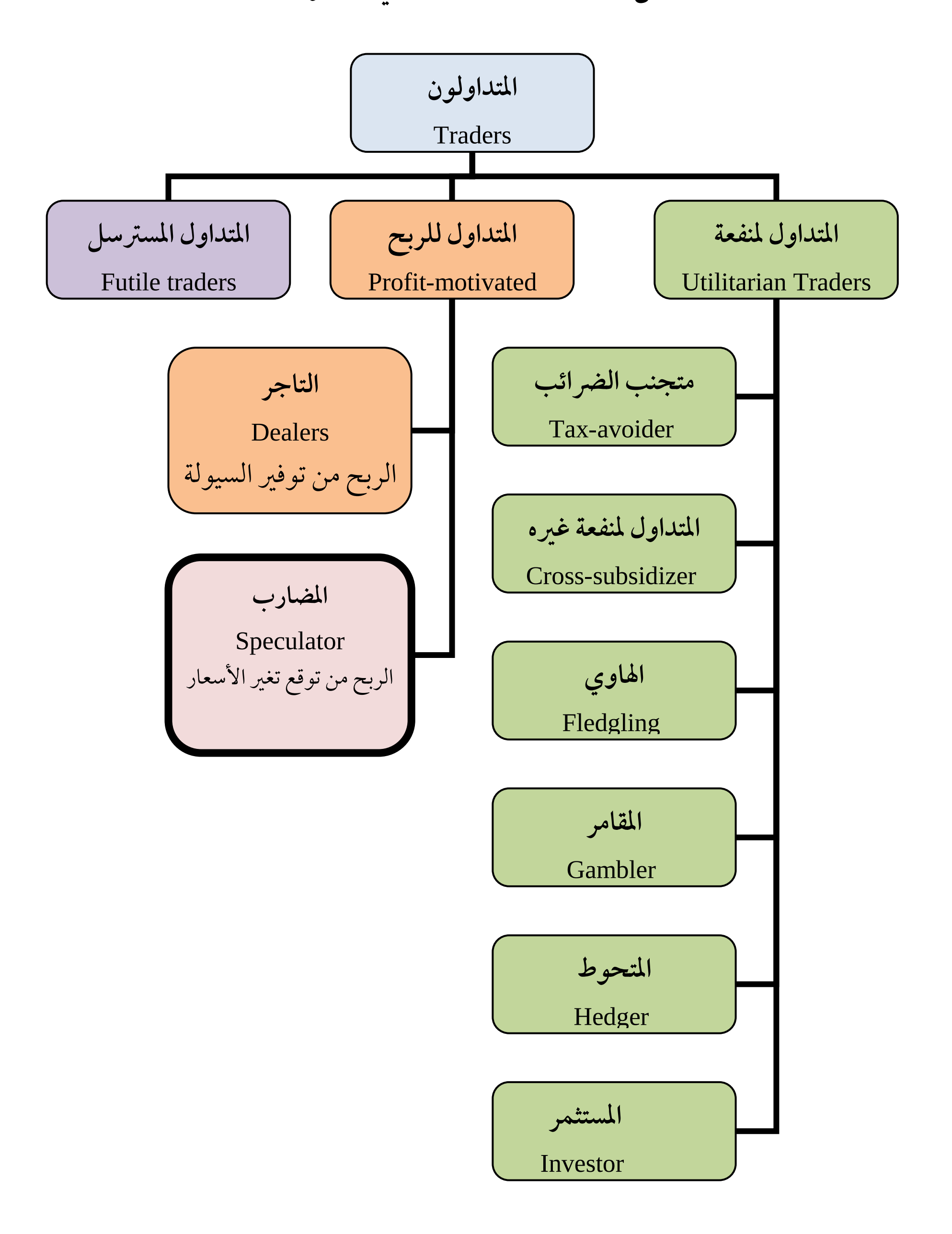
Walter, Carl E. and Fraser J.T. Howie (2003), **Privatizing China: The Stock Markets and their Role in Corporate Reform**, John Wiley and Sons, New York

Zacks, (2008), **The Zacks Rank**, www.zacks.com.

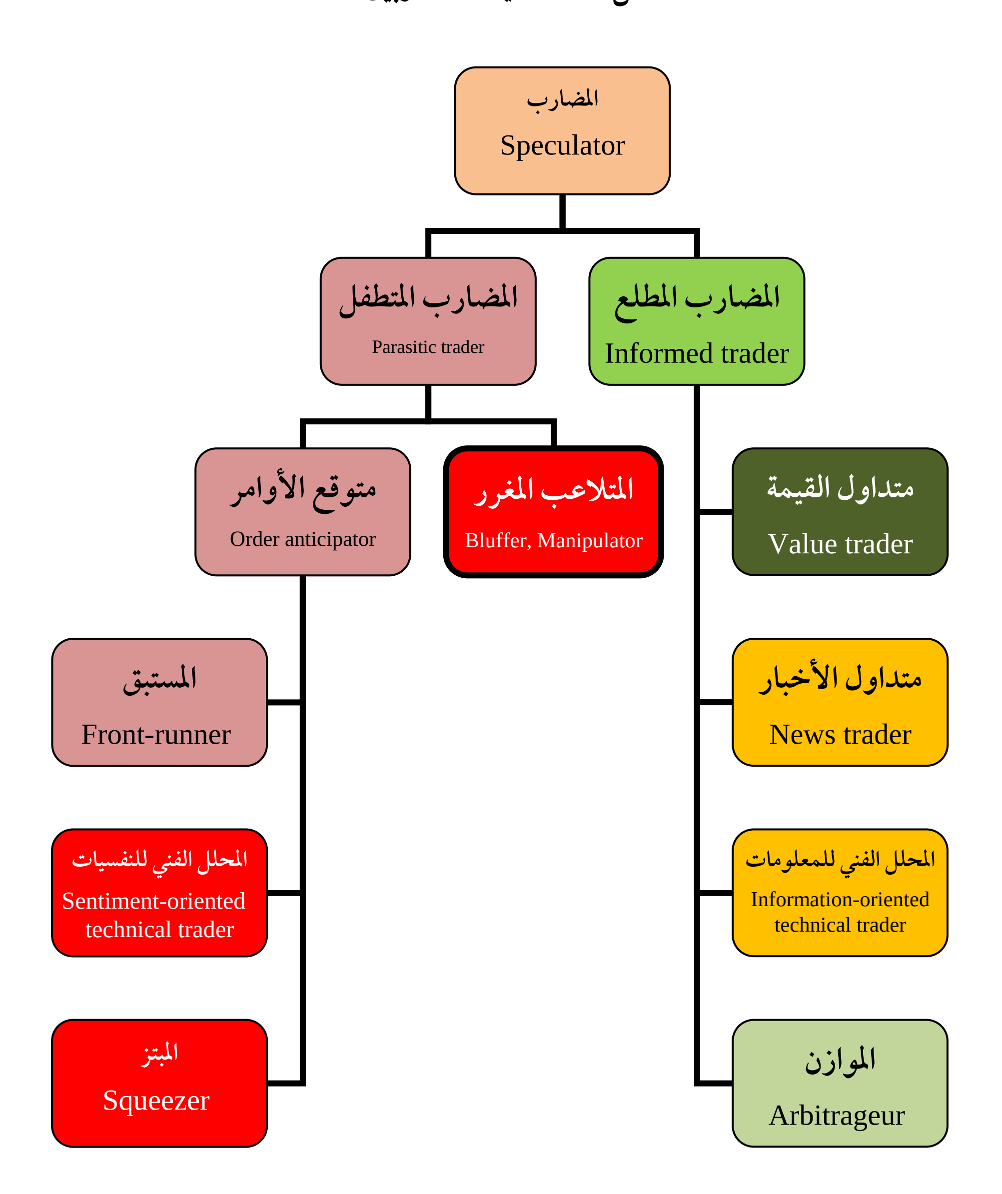
Zhou, C. and J. Mei. (2003). **Behaviour Based Manipulation**, Working Paper

ملحق (أ): الأشكال الموضحة لتصنيف المتداولين والمضاربين والمتلاعبين

شكل (١) أصناف المتداولين في الأسواق المالية



شكل (٢) تصنيف المضاربين



شكل (١) أصناف المتلاعبين

المتلاعب المغرر
Bluffer, Manipulator

المتلاعب المؤثر في القيمة
Action-based Manipulator

المتلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة
Information-based Manipulator

المتلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة
Trading-based Manipulator

ملحق (ب) الدراسات النظرية حول التلاعب

الدراسة	موضوع الدراسة
Vila (1987, 1989)	ركزت على التلاعب الذي يتم من خلال استراتيجية البيع المسبق، ثم نشر إشاعات لخفض سعر السهم، ليشتريه لاحقاً عند سعر منخفض.
Allen and Gale (1992)	درست التلاعب من خلال الشراء ثم البيع فقط، وأنه ينجح بسبب تباين معلومات المتداولين حول من يقوم بالشراء هل هو مطلع أم متلاعب.
Gorton (1992) Allen and	أشارت إلى أن استجابة السعر للتغير في الطلبات نتيجة أوامر البيع السوقية أقل من تغير العروض نتيجة لأوامر الشراء السوقية. وهذه الاختلاف في المرونات يوجد فرصة للتلاعب بالأسعار من خلال الشراء ثم البيع.
Benabou and Laroque (1992)	ركزت على حالة التلاعب التي يقوم فيها مطلعون (مثل المحللين الماليين والمتابعين للسوق في الصحف) بإعلان توقعات حول مستقبل سعر السهم لا تتفق مع تقييمهم للسهم.
Jarrow (1992, 1994)	درست استراتيجيات التلاعب لكبار تجار الأسهم. وتوصلت إلى إمكانية تحقيق هؤلاء لأرباح منخفضة المخاطر بشرط وجود زخم دافع لتغير سعر السهم في اتجاه واحد (ارتباط موجب بين التغير في السعر)
Cherian and Jarrow (1995)	قدمت ملخصاً لنتائج الدراسات أعلاه.
Bagnoli and Lipman (1996)	درست التلاعب الذي يحدث قبيل عمليات الاستحواذ.

خصصت فصلاً مستقلاً لتحليل التلاعب مع ربطه بنظريات البنية الجزئية للأسواق المالية.	Harris (2000)
درست الحالة التي يقوم فيها المتداول المطلع بالتلاعب في السوق (بالتداول بعكس ما يملك من معلومات خاصة)، وبينت أنها يمكن أن تكون مربحة.	Aggarwal and Wu (2003)
ركزت على دور الإشاعات في التلاعب بالأسعار.	Van Bommel (2003)
توصلت إلى أن المضاربين يمكن أن يستغلوا التحيز الفطري الملاحظ في سلوكيات وقرارات المستثمرين للتلاعب بالسوق.	Mei, Wu, and Zhou (2004)
أثبتت الدراسة إمكانية قيام المطلع بالتلاعب من خلال التشويش على صانع السوق.	(2004a, b) Chakraborty and Yilmaz
كتاب مرجعي في التلاعب في السوق، قدم في فصليه الثاني والرابع ملخصاً للنظريات الاقتصادية ذات العلاقة بالتلاعب، وتحليلاً اقتصادياً لأنواع التلاعب وآلياته.	Avgouleas (2005)
درست أثر التلاعب على دور الأسعار في تخصيص الموارد، مع التركيز على التلاعب الذي يتم من خلال البيع المسبق.	Goldstein and Guembel (2007)

ملحق (ج) الدراسات التطبيقية حول التلاعب

الدراسة	موضوع الدراسة
Galbraith (1972), Mahoney (1999) Jiang, Mahoney, and Mei (2004)	وثقت التلاعب الذي سبق انهيار السوق المالية الأمريكية في عام ١٩٢٩م، وأدى إلى سن نظام الأوراق والسوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.
Felixon and Pelli (1999)	أثبتت وجود تلاعب في سوق فنلندا المالية من خلال التلاعب بسعر الإغلاق.
Walter, Carl, and Howie (2003)	ركز على التلاعب في سوق الصين المالية وأثره في الحد من تطور السوق ونزاهة إدارة الشركات المساهمة.
Aggarwal and Wu (2003)	قدمت دراسة إحصائية للحالات التي أدينت بالتلاعب من قبل هيئة السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي ١٩٩٠ و٢٠٠١م، ويبلغ عددها ١٤٢ حالة.
Rydge and Comerton-Forde (2004)	درست الحالات التي رفعتها سوق استراليا المالية للتحقيق أو للمحاكمة خلال ١٤ عاماً (١٩٨٩-٢٠٠٢م) والتي بلغ عددها ٣٦٠ حالة.
Mei, Wu and Zhou (2004)	اختبرت صحة نموذج الدراسة النظرية المشار إليها في الجدول (٣) باستخدام القضايا التي رفعتها هيئة السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ضد المتلاعبين، وتوصلت إلى أنها تتفق مع نتائج النموذج.
Khwaja and Mian (2005)	درست إمكانية حدوث تلاعب في التداولات اليومية في سوق كراتشي المالية لكل شركة من

	شركات الوساطة، لمدة عـامين ونـصف (ديـسمبر ١٩٩٨ إلى أغسطس ٢٠٠١م).
Avgouleas (2005)	كتـاب مرجعـي في التلاعـب في الـسوق، تـضمن الإشارة في ثناياه إلى تفاصيل أكثر من ١٦٠ قـضية تلاعب في خمس دول.

الملحق (د)

استراتيجيات المضاربين المتلاعبين في التداول وأثرها على سيولة السوق وكفاءته

نوع المضارب	استراتيجية التداول	المعلومات المطلوبة	أثره على السيولة	أثره على الكفاءة
أولا: المتداول المطلع	بيع الأوراق المالية التي تكون قيمتها المقدرة أعلى من سعرها، وشراء التي تكون قيتها المقدرة اقل من سعرها.	المعلومات الأساسية عن الورقة المالية.	متفاوت.	إيجابي
١ – متداول القيمة	تقدير قيمة الورقة	جميع المعلومات الأساسية المتاحة عن الورقة المالية	إيجابي؛ يسهم في توفير السيولة، وخاصة ببعدها المتعلق بالمرونة؛ لأن تداولاته تعود بالأسعار إلى أوضاعها التوازنية بعد أي اختلال في العرض والطلب يتسبب فيه المتاولين غير المطلعين، خاصة أنه يستخدم في الغالب أوامر مقيدة تعزز سيولة السوق.	إيجابي، حيث يسهم في تقليل الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
٢– متداول الأخبار	تقدير التغير في قيمة الورقة المالية.	الأخبار المؤثرة في القيمة سواء كانت عامة أو خاصة	سلبي؛ لأنه يسارع للاستفادة من الأخبار التي اطلع عليها بإرسال أوامر سوقية تستهلك السيولة	إيجابي؛ حيث يسهم في تقليل الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها
٣ – المحلل الفني للمعلومات	التعرف على أنماط التداول غير المتفقة مع قيمة الورقة المالية.	أنماط الأسعار التي تدل على انحرافها عن القيمة.	سلبي؛ لأنه يسارع للاستفادة من المعلومات التي توصل إليها بإرسال أوامر سوقية تستهلك سيولة السوق.	ايجابي؛ حيث يسهم في تقليل الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
٤ – الموازن	البيع أو الشراء للاستفادة من فروق أسعار الأوراق	الفروق بين أسعار الأوراق المالية المتماثلة أو المتشابهة.	إيجابي؛ يربط بين السيولة المتوافرة في أكثر من سوق.	محايد.

	المالية في الأسواق المالية المختلفة.			
ثانياً: المضارب المتطفل (متوقع الأوامر)	التداول قبل الآخرين	التداول الذي قرر أو ألجئ إليه بعض المتداولين	**سلبي.**	**متفاوت.**
١ – المستبق	التداول قبل الأوامر التي تقرر إرسالها إلى السوق	الأوامر التي قرر بعض المتداولين إرسالها للسوق.	سلبي؛ لأن الإسراع في تنفيذ تداولاته، يتطلب منه استخدام أوامر سوقية تستهلك السيولة. كما يؤدي وجوده في الأجل الطويل إلى فقدان الثقة في السوق وإضعاف سيولته.	متفاوت في الأجل القصير؛ فهو إيجابي إن استبق متداولا مطلعاً، وسلبي إن استبق متداولاً غير مطلع. ولكنه سلبي في الأجل الطويل لأنه وجوده يقلل من أرباح المضاربين المطلعين، ومن ثم حافزهم لجمع المعلومات وتحليلها.
٢ – المحلل الفني للنفسيات	التداول قبل الأوامر المتوقع إرسالها إلى السوق.	التداولات التي يتوقع أن ينفذها بعض المتداولين.	سلبي؛ لأن تداولاته تقلل من السيولة المتاحة، ومن ثم ارتفاع تكلفة التداول على من ينجح المحلل في توقع واستباق أوامرهم.	سلبي؛ لأنه يبني تداولاته على نماذج لا تعير للقيمة أهمية كبيرة، ولهذا قد تبتعد بالسعر عن القيمة، خاصة في ظل ضعف قوة متداولي القيمة.
٣ – المبتز	التداول قبل الأوامر التي اضطر بعض المتداولين لإرسالها.	مراكز المتداولين الآخرين.	سلبي، يؤدي الاحتكار إلى ارتفاع تكلفة التداول، كما يؤدي وجوده في الأجل الطويل إلى فقدان الثقة في السوق وإضعاف سيولته.	سلبي؛ حيث يؤدي الاحتكار عادة إلى أسعار مختلفة عن قيم الأوراق المالية.
ثالثاً: المضارب المتطفل (المتلاعب)	استدراج بقية المتداولون للقيام بتداولات غير رشيدة.	المتداولون الذين يمكن استدراجهم	**متفاوت.**	**سلبي.**

١-المتلاعب بالقيمة	اتخاذ إجراء أو إعلان قرار مؤثر في القيمة، قد يتم التراجع عنه لاحقاً	القيمة المقدرة للورقة المالية قبل وبعد الإجراء أو الإعلان	متفاوت؛ فهو يشجع في الأجل القصير المتداولين على توفير السيولة، عند أسعار غير توازنية، أما في الأجل الطويل فيزيد من احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عن التداول فيه.	سلبي؛ حيث يسهم في زيادة الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
٢ – المتلاعب بالسعر من خلال بث معلومات مضللة	نشر الشائعات	الشائعات	متفاوت؛ فهو يشجع في الأجل القصير المتداولين على توفير السيولة، عند أسعار غير توازنية، أما في الأجل الطويل فيزيد من احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عن التداول فيه.	سلبي؛ حيث يسهم في زيادة الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
٣- المتلاعب بالسعر من خلال تداولات مغررة	تنفيذ تداولات مغررة	التداولات التي يقومون بها وأثرها على بقية المتداولين في السوق.	متفاوت؛ كما هو الحال بالنسبة لناشر الإشاعة.	سلبي؛ حيث يسهم في زيادة الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.

ملحق (هـ) أبواب لائحة سلوكيات السوق وموادها

صدرت اللائحة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ١-١١-٢٠٠٤ وتاريخ ٢٠/٨/ ١٤٢٥هـ بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/ ٣٠ وتاريخ ٢/٦/ ١٤٢٤هـ. ويمكن الاطلاع على نظام السوق المالية واللائحة في موقع هيئة السوق المالية على شبكة الانترنت (www.ema.org.sa).

الباب الأول: أحكام تمهيدية

المادة الأولى: التعريفات

الباب الثاني: منع التلاعب بالسوق

المادة الثانية: منع التصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل

المادة الثالثة: التصرفات أو الممارسات التي تشكل تلاعبا أو تضليلا

الباب الثالث: التداول بناء على معلومات داخلية

المادة الرابعة: مفاهيم الإفصاح والتداول بناء على معلومات داخلية

المادة الخامسة: حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية

المادة السادسة: حضر التداول بناء على معلومات داخلية

الباب الرابع: البيانات غير الصحيحة

المادة السابعة: حظر التصريح ببيانات غير صحيحة

المادة الثامنة: الإشاعات

المادة التاسعة: مفهوم البيانات غير الصحيحة

المادة العاشرة: المسئولية عن البيانات غير الصحيحة

الباب الخامس: سلوك المرخص لهم

المادة الحادية عشرة: التصرف في حال تلاعب العملاء والتداول بناء على معلومات داخلية

المادة الثانية عشرة: أولوية العملاء

المادة الثالثة عشرة: التنفيذ في الوقت المناسب

المادة الرابعة عشرة: التنفيذ بأفضل الشروط

المادة الخامسة عشرة: التخصيص في الوقت المناسب
المادة السادسة عشرة: الوساطة المضرة لمصلحة العميل
المادة السابعة عشرة: تجميع أوامر العملاء
المادة الثامنة عشرة: التعامل السابق لنشر البحوث
المادة التاسعة عشرة: حظر التعامل بما يتعارض مع فحوى التوصية
المادة العشرون: المسئولية عن تصرفات الآخرين
الباب السادس: النشر والنفاذ
المادة الحادية والثلاثون: النشر والنفاذ

أبيض

المحتويات

الموضـــــــــــــوع	الصفحة
الملخص	٣
مقدمة	٤
مفاهيم أساسية	٦
٢-١ القيمة والسعر	٦
٢-٢ أصناف المتداولين في الأسواق المالية	٧
٢-٣ المضاربة والتلاعب	١٠
٢-٣ أنواع التلاعب وصوره	١٢
٢-٤ ملاحظات على تصنيف المتداولين والمضاربين والمتلاعبين	١٥
٣- مثال توضيحي للتلاعب	١٨
٣-١ اختيار الشركة المستهدفة وبداية الشراء	١٨
٣-٢ النهاية الناجحة للتلاعب	٢٠
٣-٣ النهاية الفاشلة للتلاعب	٢٣
٣-٤ ملاحظات على المثال	٢٥
٤- الدراسات النظرية والتطبيقية للتلاعب	٢٧
٤-١ التحليل النظري للتلاعب	٢٧
٤-٢ واقع التلاعب في الأسواق المالية: حالات دراسية	٢٧
٥- تقويم منافع المضاربة والتلاعب ومفاسدهما	٣١
٥-١ معيار التقويم: السيولة والكفاءة	٣١
٥-٢ أثر المضاربين المطلعين على السيولة والكفاءة	٣٢
٥-٣ أثر المضاربين المتوقعين للأوامر على السيولة والكفاءة	٣٣
٥-٤ أثر المضاربين المتلاعبين على السيولة والكفاءة	٣٣
٥-٥ خلاصة التقويم	٣٤

٦- **ضابط التلاعب في الأسواق المالية** ٣٤
٧- **خلاصة وتوصيات** ٣٧
المراجع ٤١
الملاحق
(أ) الأشكال الموضحة لتنصيف المتداولين والمضاربين والمتلاعبين ٤٤
(ب) الدراسات النظرية حول التلاعب ٤٧
(ج) الدراسات التطبيقية حول التلاعب ٤٩
(د) استراتيجيات المضاربين المتلاعبين في التداول وأثرها على سيولة السوق وكفاءته ٥١
(هـ) أبواب لائحة سلوكيات السوق وموادها ٥٤